

Livre vert de la Commission européenne sur le financement à long terme de l'économie européenne

Point de vue de la Fédération Bancaire Française

La Fédération Bancaire Française (FBF) est l'organisation professionnelle représentant en France les intérêts du secteur bancaire. Elle regroupe l'ensemble des établissements de crédits agréés comme banques, exerçant leurs activités en France, soit plus de 450 banques commerciales et coopératives. Les banques adhérentes à la FBF comptent 40 000 guichets permanents en France, 400 000 salariés et 60 millions de clients.

Pour les financements de projets et d'infrastructures, les banques françaises représentent une part de marché cumulée de plus de 20 % en plaçant 5 établissements dans le top 20 européen sur la période 2003-2012¹ et ont obtenu notamment 3 titres mondiaux de *Bank of the year* sur 10 sur la même période.

La Fédération Bancaire Française (FBF) se félicite de la publication par la Commission européenne d'un Livre vert sur le financement à long terme de l'économie européenne. Cette initiative ouvre un débat essentiel pour l'économie européenne confrontée à la crise sur la manière d'augmenter l'offre de financement de long terme et sur les moyens de canaliser l'épargne disponible vers les besoins d'investissements longs de l'économie européenne, afin qu'il favorise la croissance, l'emploi et la compétitivité de cette zone.

La réflexion engagée au niveau européen témoigne de l'utilité de l'écosystème financier pour assurer le financement de l'économie réelle qui s'inscrit dans la dynamique initiée par le G20 et qui fait de l'investissement de long terme l'une de ses priorités.

Ainsi, la FBF souscrit au constat formulé par la Commission européenne s'agissant de la nécessité de renouer avec une croissance européenne durable assise sur un financement de long terme qui soit capable d'accompagner les réformes structurelles européennes.

L'écho de ce travail devrait permettre la mise en place d'un cadre européen prudentiel et comptable incitatif pour l'investissement de long terme. La consultation constituera en ce sens une initiative stratégique pour le financement de l'économie qui donnera aux établissements financiers l'opportunité de mettre en lumière leur rôle de financeur de long terme dans leurs différents domaines d'expertise respectifs (crédit long terme, financement de projet, placement privés, titrisation, etc.), contribuant ainsi efficacement au financement d'une économie plus durable et créatrice d'emplois.

¹ *Project Finance International 500th Edition Special Report - March 2013*

La réponse de la FBF présente les mesures qu'il serait souhaitable d'engager au niveau européen.

Principaux points :

- i. La crise a abouti à une fragmentation plus importante du cadre de la régulation internationale. Afin d'éviter de renforcer l'instabilité du système, il convient en priorité de s'assurer que l'ensemble des décisions prises par le G20 et déclinées par les régulateurs internationaux soient mises en œuvre dans l'ensemble des pays concernés sans exception. Les pouvoirs du FSB devraient être modifiés dans ce sens. Ces décisions doivent, dans un environnement globalisé, rester compétitives et donc bénéficier d'un environnement fiscal, économique et réglementaire propice à leur développement.
- ii. En deuxième lieu, pour favoriser le financement à long terme de l'économie, sa croissance et ses emplois, il est indispensable de sauvegarder l'expertise et la contribution des banques universelles européennes aux investissements longs ainsi que le rôle qu'elles jouent dans la transformation. Les ratios de liquidité limitent la fonction de transformation en pénalisant la détention d'actifs de maturité longue, alors que les banques qui sont actuellement les seuls agents économiques à allonger les maturités des ressources qui leur sont confiées, participent par ce biais au fonctionnement harmonieux de l'économie.
- iii. En troisième lieu, les futures normes comptables et prudentielles applicables aux investisseurs de long terme et aux intermédiaires financiers prêteurs à long terme devraient être adaptées à leur modèle économique et ne devraient pas introduire une volatilité artificielle. La valeur de marché immédiate ne saurait être l'unique référence pour la valorisation ; il faut également tenir compte de l'horizon de détention des instruments financiers et la liquidité du marché concerné. Enfin, le traitement comptable et fiscal de ces financements par les entreprises bénéficiaires doit également être pris en compte.
- iv. Pour essentielles qu'elles soient, les nouvelles régulations financières vont lourdement pénaliser le modèle de financement de l'économie européenne, où l'intermédiation apporte 80 % des besoins, contre 20 % dans le modèle anglo-saxon. La réponse à la crise actuelle, sous le seul angle d'un renforcement des fonds propres des établissements financiers, va geler une grande partie des capitaux à cette seule fin, les détournant du financement des entreprises. Les effets néfastes de telles régulations sont déjà perceptibles, et vont continuer à creuser la compétitivité des économies européennes. Les marchés ne pouvant se substituer en Europe que partiellement et progressivement aux rôles dévolus aux établissements financiers, il est nécessaire d'assurer un financement suffisant à l'économie, en préservant la stabilité des investisseurs et des financeurs de long terme, en levant certains freins à la croissance, en assurant le financement à long terme par une orientation de l'épargne.
- v. En dernier lieu, le projet de taxe sur les transactions financière européenne (TTFE) constitue une menace directe au financement de l'activité économique et à la souveraineté financière des pays mettant en œuvre la coopération renforcée. Sa mise en place effective conduirait à une mise en échec de la reprise économique au sein de la zone euro. L'enjeu de cette taxe est celui de la hausse du coût du capital, de la baisse des rendements de l'épargne, de l'augmentation des coûts de couverture des entreprises et des investisseurs. Sa mise en place aurait ainsi des répercussions importantes sur la compétitivité de l'industrie financière de la zone assujettie et menacerait la survie des principales Places financières européennes. La FBF estime

qu'il serait à ce stade souhaitable, au-delà du principe même d'une telle taxe, d'engager une réflexion sur son périmètre et ses modalités pratiques afin de ne pas désavantager les Places financières européennes au profit des autres Places non régulées.

Eu égard à la reconfiguration du paysage financier et au fait que les banques font l'objet d'une réglementation de plus en plus contraignante, les économies européennes devront faire face à des besoins de financements diversifiés pour renverser le cycle d'investissement, relancer les activités et créer de l'emploi. A ce titre, les actions pouvant conduire à développer les financements longs diversifiés (titrisation, obligataires, placements privés, *Project bonds*,...) doivent d'être encouragées à l'échelle européenne, tout comme les mécanismes de coopération qui se mettent en place entre les investisseurs institutionnels et les banques.

Au-delà de cette réflexion visant à favoriser le développement de nouveaux instruments de financement, la FBF encourage la mise en place de travaux à l'échelon européen sur les normes comptables et les politiques fiscales.

Les économies européennes souffrent du problème de l'orientation de la fiscalité à long terme. Il est à ce titre nécessaire de lever les barrières par la mise en place en place d'un écosystème facilitateur de la rencontre de l'épargne et de l'investissement qui sera favorable à la relance du système productif en Europe.

REPONSE DE LA FBF A LA CONSULTATION DE LA COMMISSION EUROPEENNE

SOURCES DE FINANCEMENT A LONG TERME ET CARACTERISTIQUES DE L'INVESTISSEMENT A LONG TERME

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

2) *Avez-vous un avis sur la meilleure manière de définir le financement à long terme?*

Le financement de long terme est un 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.

Dans le cadre des travaux internationaux sur l'investissement à long terme réalisés dans le cadre du G20, 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).

Le contexte actuel de désendettement au niveau mondial revêt une importance particulière au niveau européen alors qu'une majorité des secteurs de l'économie réelle (Etats, entreprises non-financières, ménages) sont engagés dans un processus de désendettement au même moment. Cela crée un contexte de faible activité, peu propice à l'investissement de LT.

En outre, le désendettement continu du secteur financier, encouragé par une réglementation accrue vient ajouter des contraintes supplémentaires sur l'offre de financement des investissements. Il peut en particulier affecter certaines poches de l'investissement, comme l'investissement de LT, mais aussi les investissements à l'export ou les investissements vers les petites et moyennes entreprises.

Le climat d'incertitude économique a conduit l'ensemble des agents économiques à raccourcir leurs perspectives de long terme. Ainsi, la FBF suggère que la vision de la notion du long terme soit affinée en fonction des acteurs économiques et mieux calibrée dans les cycles d'investissement, qui pourront être plus long pour certains grands projets d'infrastructures (industries de réseaux, R&D,...) et mériterait de renvoyer à un horizon temporel plus court des projets moins ambitieux (PME & ETI).

Ainsi, selon la FBF, l'investissement de long terme doit être défini comme un investissement stable, productif et quantifiable dans la durée.

- i. Ce type d'investissement suppose l'existence de passifs suffisamment stables pour pouvoir gérer sans risque de liquidité excessif des actifs avec un horizon de long terme. Il importe de faire en sorte que l'analyse de l'investissement soit conjuguée avec celle du passif sur lequel il est adossé, lequel permet et justifie à la fois un horizon de long terme.
- ii. Il faut pouvoir assurer une mesure fiable et pertinente de l'investissement de manière à être en mesure d'estimer l'évolution de son niveau au cours du temps. Cette appréciation doit permettre d'évaluer ses effets économiques et fournir un outil d'aide à la décision pour les pouvoirs publics.

Il importe donc d'aboutir à une définition partagée au niveau européen qui constituera un prérequis nécessaire à la construction d'outils statistiques fiables s'agissant d'investissements et de financements longs.

La mise en place de statistiques permettra d'affiner l'analyse des besoins de financement et d'assurer un suivi à long terme des politiques européennes menées en la matière.

AMELIORER LE FINANCEMENT A LONG TERME DE L'ECONOMIE EUROPEENNE

1. CAPACITE DES ETABLISSEMENTS FINANCIERS A METTRE A DISPOSITION DES FINANCEMENTS A LONG TERME

3) 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?

Une série de facteurs empêchent les intermédiaires et les marchés financiers de remplir efficacement leur rôle en matière de financement à long terme. Le rôle d'intermédiation et de

transformation du système bancaire va être profondément impacté par les nouvelles normes prudentielles.

i. La nouvelle donne réglementaire bouleverse le modèle européen continental de financement de l'économie

Les banques sont traditionnellement les principaux intermédiaires financiers en Europe. La part du secteur bancaire est plus importante dans l'UE que dans d'autres régions du monde, notamment aux États-Unis, ce qui se traduit par une plus grande dépendance de l'Europe à l'égard de l'intermédiation bancaire.

Cette situation est susceptible de créer à l'avenir des difficultés en matière de financement à long terme, car il apparaît difficile de basculer sur un modèle qui serait principalement désintermédié.

Pour autant dans ce contexte, les entreprises ont besoin de banques universelles robustes pour les accompagner dans les financements de leurs activités. Elles demeurent les partenaires privilégiés des entreprises car elles restent leurs principales pourvoyeuses de capitaux.

A ce titre, les établissements bancaires doivent pouvoir conserver un rôle majeur en matière de financement bien qu'il faille nécessairement considérer l'impact des réglementations financières (MIFiD, CRD IV, séparation des activités bancaires, TTFE) sur la configuration actuelle.

La FBF défend le modèle intégré de type « banque universelle »

Il permet des synergies entre les activités au sein des banques qui favorisent le développement des métiers : développements adossés des activités de Banque d'investissement et de marchés (BIM), de gestion d'actifs et de gestion post-marchés (teneurs de comptes titres), capacités de vente facilitées par l'intégration des réseaux de distribution.

Plus encore, la crise a donné la preuve de la résilience de ce modèle, du fait notamment :

- d'un meilleur accès à la liquidité ;
- de la résistance financière accrue offerte par un portefeuille d'activité diversifié qui donne une meilleure protection contre les cycles pouvant affecter les différents secteurs et surtout génère des économies d'échelle à la fois en technologies et en capitaux propres.

ii. L'impact des futures règles prudentielles constitue un handicap

L'une des principales conséquences de la crise est que le secteur financier est désormais soumis à une régulation et à une surveillance renforcée pour garantir la stabilité financière et restaurer la confiance dans les marchés.

Les futures règles prudentielles bâloises relatives aux ratios de liquidité de long terme et de levier auront un impact important sur le financement long, en particulier au regard de la dépendance forte des entreprises européennes aux financements bancaires. Dans ce contexte, il est nécessaire de veiller à ce que ces ratios soient justement et efficacement calibrés pour ne pas peser sur le financement de l'économie européenne. De même, le

nouveau ratio de levier pourrait rendre beaucoup plus coûteux en capital tous les financements longs bénéficiant de garanties publiques.

Pour le ratio à court terme dit « LCR », les régulateurs pourraient envisager d'appliquer un ratio non stressé ou moins stressé (en modifiant les calibrages et non la structure) ou retenir un ratio stressé mais intégrer la possibilité de mobiliser des actifs auprès des banques centrales.

Les régulateurs pourraient revoir le second ratio « NSFR », actuellement encore à l'étude, en accordant une importance particulière à ce qu'il ne bloque pas la capacité d'intermédiation des banques, et qu'il n'aboutisse pas à raccourcir brutalement la durée des prêts à l'économie.

A cela s'ajoute qu'il conviendrait probablement d'adapter la structure des marchés et des produits aux besoins des investisseurs de long terme notamment en matière de transparence. Ces règles de transparence ne sont pas nécessairement adaptées aux émetteurs, PME en particulier car trop lourdes, alors que les règles de commercialisation incitent à exclure « le grand public » des produits à risque.

iii. La future taxe financière constitue une menace sur les financements

La future taxe sur les transactions financières envisagée à l'échelle européenne (TTFE) constitue une réelle menace pour le financement de l'économie européenne, avec des conséquences sur le financement des entreprises (renchérissement de leur coût du capital ; contrainte au recours à la couverture de leurs risques).

Si elle venait à être adoptée en l'état, cela aurait des répercussions importantes sur l'Union Européenne puisqu'elle impactera la plupart des activités de la banque d'investissement et de marché, de la gestion d'actifs et d'assurance, et cela de façon concomitante avec la mise en œuvre des nouvelles normes prudentielles auxquelles sont soumis à la fois les banques (CRD IV/Bâle III) mais également les assureurs (Solvabilité II).

iv. Les orientations à encourager pour soutenir les financements

L'impact du cumul des réformes menées conduit naturellement à repenser la fonction des établissements financiers. Toutefois, les acteurs (écosystème financiers, entreprises, etc.) doivent être soucieux de conserver en Europe un système bancaire compétitif, dont l'offre diversifiée constitue un élément important de leur propre compétitivité. Au-delà, il s'agit également de conserver la souveraineté financière de l'Europe.

Il convient également de conserver l'expertise accumulée au cours des années par les banques dans la structuration de ces financements longs qui sont souvent plus complexes.

Par exemple dans le domaine des infrastructures, les banques à travers le financement de projet ont développé depuis plus de 30 ans des systèmes internes d'identification, d'évaluation, de structuration et de gestion des projets tout au long de la vie des crédits qui ont démontré leur efficacité et qui justifient en partie la bonne performance historique de ces financements. L'ensemble de cette chaîne a contribué à cette performance comme démontré par des statistiques de défaut et de taux de recouvrement. La préservation de ces capacités est cruciale afin de conserver les qualités de cette classe d'actifs pour les investisseurs institutionnels.

Ce constat a ainsi présidé à la mise en place de partenariats de co-investissement entre les banques et les investisseurs institutionnels qui permettent à chacun des acteurs d'apporter ses « actifs », les banques apportant leurs expertises dans l'origination, la structuration et le suivi des crédits et les investisseurs apportant leurs ressources en épargnes longues. Naturellement les banques conservent une partie du crédit afin d'assurer un alignement d'intérêt.

Ce type de partenariat a été mis en place dans les infrastructures par Natixis avec les assureurs Agéas et CNP mais a aussi été appliqué au financement des entreprises (Partenariat SG/CA-CIB/AXA).

Les pouvoirs publics et les acteurs du marché sont conjointement responsables de la création de ce cadre favorable, du rétablissement de la confiance et du renforcement de l'attractivité de l'Europe en tant que destination d'investissement. Sur cette base, les actions menées en vue d'améliorer le financement à long terme de l'économie européenne devront prendre en compte un large éventail de facteurs interconnectés comme :

- la capacité des établissements financiers à mettre à disposition des financements à long terme ;
- l'efficacité et l'efficience des marchés financiers dans la mise à disposition d'instruments de financement à long terme ;
- les facteurs transversaux favorisant l'épargne et le financement à long terme ; et la facilité d'accès des PME aux financements bancaires et non bancaires.

La contribution des banques pourrait se situer au niveau de :

- l'origination, la structuration et la conservation des actifs ;
- la mise à disposition de plates-formes d'investissements auprès des investisseurs institutionnels ;
- la structuration, le placement et la tenue de marché des instruments obligataires émis pour le financement des projets européens (*Project bonds*) ;
- la gestion des besoins de liquidité à court terme et le suivi du calendrier des besoins de financement, incluant la facilité de liquidité ;
- la souscription et la mise en commun d'actifs de titrisation au sein d'un portefeuille d'actifs, essentielle pour les PME/ETI dont l'accès au marché est limité ;
- la négociation d'actifs pour assurer une «liquidité» minimum lorsque les investisseurs souhaitent réallouer leur portefeuille ;
- la gestion active des réserves de liquidités des banques qui doivent être investies dans un portefeuille d'actifs diversifié.

4) 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.

L'action des banques de développement nationales et multilatérales sont utiles dans les situations de défaillances de marché. Elles participent à proposer une palette de financements complémentaires à celle proposée par l'industrie bancaire européenne. Dans

ce cadre, une coordination de leur action entre banques nationales et multilatérales pour encourager des projets productifs européens est une option à défendre. Ainsi, la mise en place d'un cadre européen de PPP, notamment pour répondre aux besoins d'investissements en infrastructures fait également du sens.

Des actions de soutien plus spécifiques pourraient être envisagées au niveau de ces banques : par exemple *l'Exim Bank* aux Etats-Unis propose une option de financement des exportations de biens d'équipement, en plus de ces interventions traditionnelles en garantie. La BEI pourrait aussi envisager une véritable prise de risque aux côtés des banques dans les refinancements qu'elle apporte au secteur de l'énergie renouvelable.

La FBF note que certaines banques multilatérales de développement comme la BEI sont assez restrictives dans leur politique de prêts à l'égard des banques. A l'exception de certains projets spécifiques, la maturité des prêts est rarement à long terme et le plus souvent à moyen terme (5 ans maximum). Les contrats de prêts avec les banques intègrent des seuils de déclenchement (« *triggers* »), qui une fois activés imposent un remboursement anticipé des prêts ou la soumission en contrepartie de collatéral de bonne qualité. Pour cette raison, la BEI peut involontairement participer, comme d'autres acteurs du marché à un effet pro-cyclique.

Nous suggérons également que la BEI développe une expertise propre en matière d'évaluation de crédit dans le cadre des prêts aux institutions financières, plutôt que de s'appuyer sur les agences de notation externes.

A titre d'exemple pour la France, la nouvelle structure "Banque Publique d'Investissement" (BPI - ou ses filiales: OSEO, FSI, CDC Entreprises) doivent pouvoir jouer un rôle positif dans le financement à long terme de l'économie nationale.

Les conditions de la réussite seront :

- qu'elle intervienne au bénéfice des entreprises ou des secteurs dans lesquels les banques commerciales ne sont pas en mesure d'intervenir pleinement, notamment pour des raisons de risque (certains financements spécifiques de petites structures, projets liés à l'innovation, ou financements à l'exportation) ;
- qu'elle fonctionne en synergie avec les acteurs des banques commerciales pour proposer des fonds supplémentaires ou fournir des garanties sur le financement. Il est essentiel à cet égard que les initiatives soient menées de façon coordonnée, en s'assurant que les conditions de financement par les organismes publics respectent les conditions prévalant sur le marché entre les acteurs commerciaux.

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

- Les cadres de politique publique pouvant constituer un soutien aux investisseurs pour fournir un financement à long terme doivent pouvoir :
 - Assurer un environnement stable et l'absence d'ingérence politique ;
 - Garantir cadre fiscal stable ;
 - Garantir la clarté du cadre juridique relatif aux valeurs mobilières, en particulier en cas d'insolvabilité.

- Proposer un cadre réglementaire et comptable favorable pour permettre et soutenir le financement à long terme ;
- Un outil performant, le fonds d'investissement européen (FIE) :

Le Fonds d'investissement européen est un fournisseur de rehaussement de crédit à destination des prêts aux PME. La mutualisation de la prise de risque correspond aux missions de l'intermédiaire financier permettant de garantir des liquidités.

Les opérations de garantie du FIE se répartissent globalement au travers de deux compartiments : «*own risk*» et activités «*mandate*»:

- Pour les opérations « à risque propre », le FIE utilise son propre capital pour rehausser les tranches de prêts aux PME ou pour les opérations de titrisation et fournit une couverture de garantie à destination des institutions financières sur une base bilatérale ;
- Dans le cadre de son activité de « mandat », le FIE gère le mécanisme de garantie PME (SMEG) au nom de la Commission européenne. En vertu de cette facilité, les pertes sont couvertes à l'aide de ressources budgétaires communautaires spécifiquement allouées à ce programme. Les garanties et contre-garanties émises couvrent une partie des pertes potentielles sur les portefeuilles de prêts.

En 2011, le FIE a joué un rôle actif dans l'évolution du marché de la titrisation des PME. Le volume total des signatures de garantie sur le marché de la titrisation s'élève à 932m€ et le soutien des volumes de prêts aux PME se monte à 4,8 Md€.

6) Dans quelle mesure et comment les investisseurs institutionnels peuvent-ils être amenés à jouer un plus grand rôle dans le paysage changeant du financement à long terme?

Dans le contexte actuel de reconfiguration du système financier, les investisseurs institutionnels vont être appelés à jouer un rôle croissant pour autant qu'une régulation financière renforcée ne vienne pas contraindre leur action. Le respect d'un *level playing field* au niveau européen participe de cette volonté.

Il exerce un rôle stabilisateur sur la sphère financière car il accorde une importance relative plus grande que d'autres acteurs économiques aux revenus récurrents (dividendes et coupons) qu'aux variations instantanées de valeur et donc à la stratégie à long terme des entreprises. Par ailleurs, il a une capacité plus élevée que d'autres acteurs économiques à porter des risques sur des périodes longues et à lisser l'impact des chocs financiers à travers une politique d'accumulation de réserves. Il est donc en capacité de jouer un rôle stabilisateur sur les marchés puisqu'il peut contribuer à en atténuer les fluctuations notamment durant les crises.

Ainsi, le projet de taxe sur les transactions financières européenne constitue une menace sur l'économie européenne puisque celle-ci – dans sa forme actuelle – devrait affecter la quasi-totalité des opérations de placement, d'arbitrage ou de couverture que les assureurs mettent en œuvre pour respecter leurs engagements envers les assurés.

L'effet négatif concernera l'ensemble des segments de l'assurance-vie et pénalisera l'épargne collective - par la taxation des OPCVM monétaires et obligataires - alors qu'elle

constitue une source importante de financements longs orientés vers l'appareil productif (entreprises).

La FBF encourage l'adoption de plusieurs mesures pour renforcer le développement du financement à long terme comme :

- L'élaboration de la définition d'un cadre de régulation incitatif, lisible et stable dans la durée d'investisseurs à long terme ;
- Le partage des financements et des risques entre acteurs publics et privés ;
- La publication d'un *pipeline* de projets crédibles dans le domaine des infrastructures ;
- Le développement de l'épargne salariale ;
- La possibilité pour les investisseurs institutionnels de détenir en direct des prêts et créances des sociétés non cotées et des parts de prêts aux infrastructures ;
- Le développement de l'offre de produits socialement responsable (ISR) de « finance durable » pour mobiliser l'épargne correspondante au sein de la zone euro ;
- La mobilisation de l'épargne en faveur des montages financiers innovants. Le projet de fonds d'infrastructures, monté sous la forme d'un fonds commun de titrisation, actuellement à l'étude en France s'inscrit dans cette voie. Les nouveaux instruments financiers lancés par la Commission en octobre 2011 et l'initiative « *Project Bonds* » lancée par le Président Barroso vont également dans ce sens.

7) Comment les objectifs prudentiels et la volonté d'encourager les financements à long terme peuvent-ils être conciliés dans la conception et la mise en œuvre des règles prudentielles respectives applicables aux assureurs, aux réassureurs et aux fonds de pension, tels que les IRP?

Les règles prudentielles doivent être élaborées de manière à ne pas privilégier les actifs à court terme liquides en imposant des charges en capital inappropriées aux actifs longs. Il est indispensable que les régulateurs intègrent les bons calibrages des exigences de capital afin de ne pas détourner les investisseurs institutionnels de leur mission d'investisseur de long terme.

Sur le plan comptable :

- i. Une prise en compte de l'horizon de détention des actifs est nécessaire

Afin d'inciter les acteurs économiques à investir à long terme, il convient de corriger les effets des normes IFRS sur les investissements à long terme des assureurs.

Deux solutions sont possibles :

- Une valorisation à la valeur de marché des actifs avec constatation des variations de valeurs latentes directement en capitaux propres en lien avec une valorisation adaptée des passifs d'assurance représentés par ces placements ;
 - Une valorisation des actifs et des passifs d'assurance au coût amorti.
- ii. L'adoption d'un modèle de dépréciation « *expected loss* » approprié et non procyclique

Le mode d'évaluation des instruments financiers ne constitue pas la seule problématique

comptable d'actualité. Les propositions divergentes des deux normalisateurs en matière de provisionnement du risque de crédit ne sont pas non plus satisfaisantes et risquent d'aboutir à la constitution de réserves inutilisables pour couvrir les pertes effectivement supportées.

Il convient donc de conclure sur un modèle de provisionnement des créances qui ne conduise pas à transformer des provisions en réserves en provisionnant les créances saines et qui, en outre, ne soit par procyclique.

Concernant les règles prudentielles :

La FBF souhaite mettre en lumière les conclusions d'un document de travail de l'OCDE sur les moyens d'assurer le financement de l'assurance et des pensions privées. (« *The effect of Solvency regulations and accounting standards on long term investing: implications for insurers and pension funds* »).

Ce rapport passe en revue les changements récents et anticipés des règles comptables et de solvabilité affectant les assureurs et les fonds de pension et la manière dont ils peuvent influencer sur l'investissement à long terme.

L'examen des faits qui se concentre principalement sur l'impact du risque basé sur les exigences de solvabilité, conduit potentiellement à un comportement d'investissement procycliques favorisant les phénomènes de ventes de type « *fire-sale* » des actifs lors des replis marqués du marché. Le rapport conclut en émettant une note de prudence en ce qui concerne une application de la juste valeur et des règles de solvabilité en fonction des risques engagés.

8) *Quels sont les obstacles à la création de véhicules d'investissement avec mise en commun de ressources? Des plates-formes pourraient-elles être développées au niveau de l'UE?*

Si la FBF estime qu'il est préférable d'utiliser les outils et cadres déjà existant plutôt que de créer de nouveaux véhicules, dans la mesure où ceux-ci sont susceptibles d'introduire à terme une complexité accrue, certaines initiatives comme les « *Long Term Investment Funds* » (LTIF) sont dignes d'intérêt dès lors qu'elles permettent aux investisseurs de diversifier leurs investissements, d'étaler leurs risques et d'accéder à des projets de plus grande envergure.

Quoi qu'il en soit, les véhicules communs de placement exigent que plusieurs investisseurs souscrivent au même véhicule constitué d'une catégorie similaire d'actions.

Les obstacles actuels à l'émergence de fonds communs sont les suivants:

- manque de lisibilité dans les règles de recevabilité pour les investisseurs à travers l'Europe ;
- impôt et l'impôt anticipé sur les actifs dans certains pays (par exemple en Italie) ;
- règles de consolidation : l'investisseur le plus important pourra consolider le véhicule pour autant qu'aucun autre ne soit au-dessus de 20%.

Dans ce contexte particulier, la FBF recommande d'aborder les aspects suivants lors de la création d'un véhicule d'investissement commun :

i. Les questions fiscales

En ce qui concerne les règles fiscales applicables aux revenus ou aux dividendes distribués à un véhicule d'investissement de placement groupé, celles-ci devraient permettre aux investisseurs de bénéficier d'avantages prévus par un traité de double imposition. Il serait signé entre l'État membre d'origine et le pays où les actifs de l'émetteur sont établis.

En outre, les régimes de retraite devraient pouvoir investir et bénéficier de mesures fiscalement attractives, en échange d'une période de rétention minimale (de plusieurs années) pour les actions détenues dans le véhicule commun de placement.

ii. Le passeport européen

Le véhicule d'investissement devrait bénéficier d'un passeport européen à condition que les gestionnaires d'actifs se conforment aux exigences similaires à celles prévues par la directive AIFM - notamment en matière de gestion des risques, de respect du principe de valorisation indépendant et de transparence pour les investisseurs et les autorités compétentes. Afin d'assurer la protection des investisseurs, le véhicule d'investissement devrait nommer un dépositaire situé dans l'État membre d'origine du fonds. Le dépositaire devrait alors :

- Assurer la garde des actifs maintenu en détention ;
- Être assuré que la politique d'investissement à long terme est conforme aux règles de placement du véhicule communiqué aux investisseurs.

iii. Admissibilité du véhicule d'investissement

Le cadre réglementaire national pour les compagnies d'assurance devrait être revu pour rendre véhicule éligible sans restriction.

9) Quelles autres options et instruments sont envisageables pour accroître la capacité des banques et des investisseurs institutionnels à mettre à disposition des financements à long terme?

Les deux ratios¹ de liquidité élaborés par le Comité de Bâle limitent mécaniquement les banques dans leurs capacités de transformation. Par voie de conséquence, détenir des actifs à long terme devient pénalisant du fait de la nécessité de détenir des actifs dits « liquides » (principalement la dette souveraine et les dépôts des banques centrales)

En dépit des récentes modifications apportées par le Comité de Bâle, les nouvelles règles de liquidité auront un impact négatif sur le refinancement bancaire et par corollaire sur le financement de l'économie européenne.

Les opérations de désendettement des banques observées depuis août 2011 sont la

¹The Liquidity Coverage Ratio (LCR) is set to regulate banks on their short run liquidity management. In parallel, the Net Stable Funding Ratio (NSFR) is set so that banks will better match the maturity of their resources according to the one of their uses.

conséquence des anticipations par les banques de l'impact négatif de ces nouvelles contraintes sur leurs activités.

Au-delà de leur rôle d'intermédiaires financiers, les banques jouent un rôle fondamental en transformant les dépôts à court terme liquides vers un mode de financement moins liquide et axé vers un horizon temporel plus important. Les différentes études d'impact quantitatives menées par le Comité de Bâle (CSF), ainsi que par l'Autorité bancaire européenne (ABE), montrent que les banques sont les seules institutions financières à opérer la transformation des échéances en Europe.

L'impact sera significatif pour la plupart des économies européennes, où le secteur privé non-financier fait encore largement appel au crédit bancaire pour se refinancer :

L'intermédiation bancaire auprès du secteur privé non financier (entreprises et ménages) représente environ 80% du financement de la dette. Elle représente même plus de 95% pour les PME dans certains pays, comme c'est le cas en France.

Les banques européennes ont initié un processus de désengagement progressif et une réorientation de leurs activités vers des métiers moins consommateurs de fonds propres. Ce changement d'orientation concerne par exemple les activités de financement à moyen et à long terme ayant une maturité longue ou une rentabilité réduite, qui deviennent coûteuses en termes de liquidité et de financement dans le cadre des nouvelles exigences. Mais ce repositionnement va également concerner les prêts hypothécaires, les prêts aux PME, les prêts à des entités publiques comme les municipalités et les investissements d'infrastructures (projets et le financement des exportations).

Vers un alignement sur le modèle nord-américain

Il doit être possible d'identifier les marges de manœuvre pour éviter que le financement de l'économie européenne par les banques ne se contracte trop fortement. Pour faire face à la prédominance du financement de l'économie européenne par les banques, les actifs de haute qualité qui sont éligibles aux banques centrales (crédits à la consommation, prêts résidentiels, prêts aux entreprises) devraient être reconnus comme des actifs liquides. Cela nous rapprocherait du modèle américain, où environ 50% des encours des prêts hypothécaires sont refinancés par le gouvernement américain avec le sponsor des agences *Fannie Mae* et *Freddie Mac*.

Il serait également nécessaire de réorienter les dispositions de la politique monétaire de la Banque centrale européenne (BCE) qui semble parfois sans effets réels (montants importants déposés à la BCE pour constituer des réserves de liquidités plutôt que le financement de l'économie).

Ce processus a été mis en évidence par les opérations récentes de refinancement à long terme (LTRO) que la BCE a mis en place pour injecter des liquidités dans les banques. En raison de ces excès de liquidités, la politique monétaire perd en efficacité.

Pour assurer un financement équilibré de l'économie européenne (soit une diminution progressive du financement bancaire et une augmentation en parallèle du financement par les marchés de capitaux), la Commission européenne devrait mettre en place des procédures appropriées dans la mise en œuvre des ratios « LCR » et « NSFR » de manière à encourager le financement sain de l'économie réelle.

La FBF soutient les orientations suivantes :

- Afin d'assurer un financement équilibré de l'économie européenne (diminution progressive du financement bancaire et augmentation en parallèle du financement par les marchés de capitaux), la Commission européenne qui est tenue de produire un acte délégué pour mettre en œuvre le ratio 'LCR' (au plus tard Juin 2014) devrait inclure dans le 'liquidity buffer' une liste d'actifs de haute qualité qui sont éligibles aux banques centrales et qui participent au financement de l'économie réelle.
- Concernant le ratio 'NSFR', la période d'observation (prévue jusqu'en 2017) doit permettre d'examiner les conséquences potentielles de sa mise en place sur le financement des entreprises. Dans la configuration actuelle, ce ratio aura des conséquences importantes sur le modèle économique des banques : il réduira notamment les capacités de transformation des établissements et limitera leur rôle d'intermédiation de crédit.

10) *Les réformes prudentielles en vigueur ou programmées ont-elles des effets cumulatifs sur le niveau et la cyclicité du volume total des investissements à long terme et dans l'affirmative, quelle est l'importance de ces effets? Comment répondre au mieux à un impact éventuel?*

La régulation prudentielle doit permettre l'expression d'acteurs dont les modèles économiques sont différents afin d'éviter les effets déstabilisants de comportements mimétiques de court terme.

Le système de règles fixées par le Comité de Bâle aura pour conséquence un impact cumulé important sur la capacité de financement des banques et plus globalement de l'économie dans son ensemble. La transition vers un système plus désintermédié, notamment dans les zones économiques où l'intermédiation est la plus forte doit se dérouler selon un processus ordonné, sinon il en résultera une incapacité du système financier à accompagner une reprise de la croissance.

Il faudra par conséquent systématiser les études d'impact *ex ante* et *ex post* pour les projets de réglementation financière additionnelle. Il existe un véritable enjeu autour de la mise en œuvre à l'échelon global des régulations financières pour limiter un décrochage des économies européennes.

- Nécessité de calibrer de manière appropriée les réglementations Solvency II et IFRS

Les réglementations (Solvabilité II) pour les assurances et comptables (IFRS 4 et 9) ont accru la pro-cyclicité des actifs et des passifs qui doivent désormais être évalués au prix du marché '*mark-to-market*' avec une exigence en capital renforcée en cas de baisse de la valorisation. Du fait de ces nouvelles contraintes, les compagnies d'assurance sont amenées à transférer les coûts supplémentaires à leurs assurés.

Le traitement de la comptabilité des retraites (IAS19), combiné dans certains pays avec des règles de solvabilité qui sont fonction des risques, ont des conséquences similaires sur les fonds de pension. L'application du cadre *Solvency II* aura un impact négatif sur les capacités des fonds de pension à investir à long terme, et par voie de conséquence sur la capacité des entreprises à verser des pensions basées sur des prestations déterminées à leurs employés.

Cinq ans après le début de la crise financière, la réglementation mise en place présente, non seulement une fragmentation entre les différents pays, mais aussi entre les secteurs d'activité au sein des pays de l'UE. Cette fragmentation devrait avoir des conséquences inattendues, dès lors que les différents règlements seront combinés. Les exemples ci-dessous mettent en évidence la nécessité d'une approche plus globale et intégrée de la réglementation pour éviter les impacts cumulatifs des réformes prudentielles actuelles et prévues.

ii. Nécessité d'une cohérence entre la réglementation bancaire et la fiscalité de l'épargne, notamment en France

La réglementation devrait encourager les banques à limiter leur prise de risque, ce qui aura notamment des conséquences sur le risque de transformation.

Afin de maintenir un niveau d'investissement suffisant, les engagements doivent être reportés sur d'autres institutions ou investisseurs, comme les ménages. Ceux-ci accentuent encore leur préférence pour une épargne à court terme et liquide. Les développements récents dans la fiscalité de l'épargne en France ne peuvent que renforcer cette tendance.

iii. L'impact potentiel cumulé avec la taxe sur les transactions financières européenne

L'application de la réglementation de Bâle III oriente les banques de financement et d'investissement vers le modèle anglo-saxon '*Originate to distribute*' qui réduit le financement par l'intermédiaire des bilans des banques au profit d'un financement direct. L'importance de pouvoir s'appuyer sur des marchés financiers compétitifs devient dès lors cruciale pour l'économie européenne.

Les études d'impacts de la Commission européenne sur le projet de mise en place d'une taxe confirme le coût élevé pour les établissements de cette nouvelle charge qui viendra fortement contraindre la rentabilité des opérations sur les marchés financiers.

La combinaison de Bâle III et d'une nouvelle taxe sur les transactions constitueront de toute évidence une contrainte au financement des économies européennes, ce qui vient en opposition avec la volonté de renforcer le financement de long terme.

iv. L'impact potentiel cumulé avec le changement de la structure des banques

La réglementation Bâle III encourage le financement de l'investissement direct plutôt que par l'intermédiaire des bilans des banques. Les banques universelles qui assurent la liquidité du marché secondaire via leurs activités de tenue de marché ont un rôle essentiel à jouer dans la transition vers ce nouveau modèle.

Une réforme qui aboutirait à une séparation indistincte des activités de détail avec les activités d'investissement affaiblirait les activités de banque d'investissement (BFI) et impacterait lourdement les conditions de financement de l'économie européenne par des banques européennes. Le débat sur la structure bancaire doit donc considérer le modèle de financement vers lequel nous voulons aller.

2. L'EFFICACITE ET L'EFFICIENCE DE L'OFFRE DES MARCHES FINANCIERS EN INSTRUMENTS DE FINANCEMENT A LONG TERME

11) Comment améliorer le financement, par les marchés de capitaux, des investissements à long terme en Europe?

La FBF soutient les orientations suivantes :

Afin de renforcer le financement à long terme de nos économies, le bon fonctionnement des marchés de capitaux est nécessaire. Cela passe par l'entretien d'une relation client équilibrée, l'apport de la liquidité nécessaire aux marchés et la proposition de solutions de couverture adaptées, par le biais de l'activité de tenue de marché à un coût raisonnable essentielle à la bonne réalisation des opérations entre les contreparties.

La relation entre les marchés primaire et secondaire est essentielle. Le marché secondaire est utilisé comme référence pour établir le prix de nouvelles émissions. Cela signifie qu'un marché secondaire liquide et actif, permettra de placer une nouvelle dette sur le marché primaire: il va alors offrir un meilleur accès au financement à moindre coût pour l'émetteur, l'investisseur sera plus à l'aise pour investir en sachant qu'il peut bénéficier de la liquidité du marché secondaire en cas de nécessité.

Les régulateurs ont mis en place un certain nombre de nouvelles législations pour rendre les marchés financiers plus efficaces et efficaces et réintroduire la stabilité financière. La FBF constate toutefois que ces réformes ont des conséquences significatives en termes de coûts de transactions et de couverture, ce qui affecte non seulement les teneurs de marché dans leur capacité à remplir adéquatement leur rôle, mais aussi les investisseurs finaux dans leurs décisions.

Les réformes engagées sur les marchés financiers, devraient réduire le risque systémique au sein de l'écosystème financier, favoriser l'intégrité du marché et contribuer ainsi au retour de la confiance des consommateurs. Dès lors, ils auront un impact sur la décision de l'investisseur de faire le choix d'investir ou pas sur une maturité à long terme. Dans le même temps, ces réformes ont un impact non négligeable sur le coût des transactions et des couvertures qui ajoute de la complexité et génère des charges opérationnelles et administratives supplémentaires:

- EMIR permettra de réduire considérablement le risque de crédit de contrepartie et rendra le marché des dérivés plus transparent. Toutefois, la compensation centrale et les garanties exigées pour les opérations non compensées augmenteront de façon significative le coût de la couverture des transactions de dérivés de gré à gré (OTC) affectant le rendement des investissements.
- MiFID II, actuellement en cours de négociation, permettra de renforcer la protection des consommateurs, d'améliorer les infrastructures de marché et renforcer la transparence post-négociation. Ce dernier point mérite une attention particulière, afin de ne pas entraver l'activité des teneurs de marché dans leur capacité à fournir des liquidités, en particulier pour les produits non-boursiers.
- Le règlement sur la vente à découvert (« *Short selling regulation* ») vise à limiter les activités spéculatives sur le marché et à renforcer l'intégrité du marché. Il permet aux participants du marché de couvrir des positions avec des « *Credit default swap* »

(CDS) si les expositions sont significativement en corrélation avec la dette souveraine à laquelle ils sont adossés. Ces nouvelles règles réduisent l'appétit des investisseurs internationaux sur le marché obligataire en particulier des petits pays européens.

Si ces réformes contribuent à un environnement de marché plus sain, elles posent également un défi pour les initiatives de financement à long terme, car elles rendent certaines initiatives, comme les couvertures par exemple, économiquement moins rentables. Cela pourrait dissuader les investisseurs de se couvrir, ce qui par corollaire augmenterait les risques dans le secteur financier.

Il est de toute évidence important de revitaliser les marchés de capitaux et améliorer leur capacité à prêter à l'économie réelle dans le nouvel environnement de financement vers lequel nous nous orientons. La réalisation d'un tel changement nécessitera de nouveaux modèles de financement, de nouvelles sources d'investissement et des politiques de soutien appuyées. Alors que le secteur privé a besoin de développer de nouveaux modèles de financement - comme les structures hybrides bancaires / obligataires - certains changements nécessaires peuvent être réalisés par les politiques publiques - incluant :

- La mise en place d'un processus cohérent de projets au travers d'un *pipeline*, contribuant ainsi à rendre les actions à engager plus efficaces et plus prévisibles ;
- Compte tenu de la disparition des assureurs *monolines*, de nouvelles méthodes de de rehaussement de crédit, sur le modèle des « *project bonds* » de la BEI, doivent être explorées en particulier pendant les phases de construction les plus risqués;
- Une meilleure « calibration » des règles prudentielles s'impose.

Un renforcement de l'harmonisation des cadres nationaux dans la passation des marchés pour offrir plus de transparence et de prévisibilité aux investisseurs est également nécessaire.

Afin d'améliorer l'investissement à long terme au sein de l'Europe, les conditions proposées aux investisseurs des pays susceptibles de participer à ce type de de financement doivent rester attractives. L'harmonisation internationale et les dialogues transfrontaliers entre les organismes de régulation seront essentiels au développement d'une concurrence internationale équitable, au sein de laquelle la libre circulation des capitaux est encouragée.

Les réformes fiscales, telles que la proposition d'introduire une taxe sur les transactions financières dans un certain nombre de pays européens, vise à réduire à court terme la spéculation. Le champ d'application de la proposition de TTFE qui est extrêmement large est susceptible d'avoir un impact significatif sur le coût du financement par les marchés .La décision de l'investisseur qui est le plus souvent déterminée par les conditions qui lui sont proposées devra faire l'objet d'une réflexion avant de s'engager. Cette initiative semble donc aller à l'encontre du financement à long terme.

Sur le plan des réformes structurelles dans le prolongement du rapport *Liikanen*, la FBF doute que les réflexions actuelles de la Commission européenne permettent de réduire de façon significative le risque systémique compte tenu de l'ensemble des mesures réglementaires déjà prises dans ce sens.

En outre, ce schéma accélérerait considérablement le coût de financement de l'entité séparée, renforçant encore le coût des activités de *trading* et de couverture avec une réduction de la liquidité du marché, de la compétitivité et de retour sur investissement. Une vision claire de l'impact cumulatif sur l'économie réelle de la réglementation déjà en place est

essentielle avant de passer à de nouvelles réformes structurelles. Cela aidera le secteur bancaire à soutenir pleinement et développer le potentiel des marchés de capitaux comme une source de financement à long terme.

Les nouvelles réglementations mises en place auront un impact bénéfique sur la stabilité et l'intégrité du marché. Dans le même temps, elles auront une incidence économique importante sur les opérations financières, qui pourrait avoir une incidence négative allant à l'encontre de du développement de l'investissement à long terme.

L'impact cumulatif sur l'économie réelle des initiatives réglementaires en vigueur doit être examiné attentivement. Cela aidera la Commission à établir un juste équilibre entre la contribution à la stabilité d'une part et le coût de la réforme d'autre part, sans entraver dans l'intervalle la croissance à long terme.

Par ailleurs le renforcement de la réglementation des investisseurs de long terme et des intermédiaires financiers bancaires va accroître le développement du système bancaire parallèle (SBP) déjà conséquent créant de ce fait les conditions d'une instabilité nouvelle. La priorité est donc de mettre en place au niveau international un système d'évaluation et de suivi du SBP, pour fixer ensuite des règles adaptées aux différentes activités que ces entités exercent.

12) Comment les marchés de capitaux pourraient-ils contribuer à résorber le déficit de financement par capitaux propres en Europe? Que doit-on changer dans le fonctionnement de l'intermédiation basée sur le marché pour mieux orienter les flux de financement vers les investissements à long terme, favoriser le financement d'investissements à long terme compatibles avec une croissance durable d'un point de vue économique, social et environnemental, et garantir qu'investisseurs et consommateurs bénéficient d'une protection adéquate?

Il conviendrait probablement d'adapter la structure des marchés et des produits aux besoins des investisseurs de long terme notamment en matière de transparence.

- Des règles nouvelles nécessaires en matière de transparence ex-post des marchés financiers

Le projet de révision de la Directive non encore finalisée se caractérise par une extension des règles de transparence 'ex ante' et 'ex post' aux obligations, aux produits financiers structurés et aux instruments dérivés.

La transparence post marché, qui ne s'appliquaient qu'aux actions, est ainsi étendue aux obligations, aux produits financiers structurés, aux quotas d'émission et aux instruments dérivés. Ces règles pourraient être proposées au niveau du G20.

- Promouvoir un label de marché adapté aux investisseurs de long terme, définir une Charte des conditions de réussite pour le lancement des produits

Les réformes antérieures à la crise aux États-Unis comme en Europe ont développé un modèle de plateformes concurrentielles légitimé par la mise en place du principe de « meilleure exécution ».

Ce modèle de régulation ne répond pas aux besoins des investisseurs de long terme. Il est donc nécessaire de formaliser les besoins exprimés par les investisseurs de long terme au regard des structures de marchés (niveau de transparence, *ex ante*, nature des intervenants 'Trading Haute Fréquence', niveau de transparence *ex-post*...).

- Accroître les compétences du FSB dans l'application des réglementations financières internationales

Au-delà de ses missions de coordination des régulateurs nationaux et internationaux dans les domaines de la banque, de l'assurance et des marchés qu'il exerce notamment par l'élaboration des recommandations et des codes de bonnes conduites ayant pour objectif d'assurer la stabilité financière internationale, il paraît nécessaire d'accroître les compétences du Conseil de Stabilité Financière en lui donnant une mission de surveillance de la mise en œuvre et de l'application des réglementations financières internationales.

Cette évolution de ses missions lui permettra de concourir d'avantage à l'amélioration des conditions de fonctionnement des marchés et au développement de l'investissement de long terme.

- Abandonner le projet actuel de taxe sur les transactions financière européen

La FBF apporte son soutien (aux côtés des acteurs de la Place financière de Paris) à l'abandon du projet de TTF européenne qui constitue une menace réelle sur la souveraineté financière de la zone euro et à l'évidence sur le financement de son activité économique.

- Promouvoir le modèle *Originate to Distribute* (OTD)

En gardant à l'esprit que les prêts bancaires doivent pouvoir constituer la principale source de financement de l'économie européenne, le nouveau modèle '*Originate to Distribute*'(OTD) mis en place au sein des établissements bancaires présente des avantages incontestables :

Les régulateurs et les acteurs du marché reconnaissent le rôle crucial que le modèle peut jouer en tant que canal de financement souple et alternatif, complémentaire au crédit traditionnel accordé par les banques en tant que prêteurs pour revenir à un financement de l'économie réelle sain et équilibré.

Pour les emprunteurs, le modèle OTD sera crucial dans le financement de leurs activités à l'avenir, en particulier dans les secteurs où les besoins de financement à long terme (infrastructures, l'immobilier, financement de projets, etc.) sont importants. Il permettra d'accroître la disponibilité du crédit à long terme à des niveaux abordables. La baisse des coûts de financement permettra de développer leur activité et maintenir un avantage concurrentiel. Dans le même temps, le modèle permettra de diversifier leurs moyens de financement et réduira le recours unique au crédit bancaire.

Pour les banques, le modèle OTD est un outil précieux pour répondre aux besoins de financement de leurs clients. Les banques peuvent continuer à fournir des financements à l'économie réelle sans augmenter le levier sur leurs bilans. Les banques peuvent utiliser leur expertise et leur présence sur le marché pour proposer des solutions spécifiques qui correspondent aux besoins de financement des emprunteurs d'une part, avec les intérêts des investisseurs d'autre part. Les réseaux des établissements doivent permettre de canaliser les financements aussi bien au niveau local qu'international.

Le modèle OTD sécurise également les investisseurs. Les banques ont une expertise reconnue dans l'octroi de prêts et la gestion du risque. Dans l'intérêt de la stabilité de l'écosystème financier, il est fondamental de laisser l'expertise de l'origination du crédit aux banques qui en assurent le suivi.

Enfin, la FBF souligne que les origines de la crise de 2007 ont pris leur source aux États-Unis, où de nombreux prêts ont été consentis à l'extérieur des banques, ces mêmes banques n'intervenant que plus tard dans le processus afin de conditionner les prêts et les proposer à la vente.

13) *Quels sont les avantages et les inconvénients du développement d'un cadre réglementaire mieux harmonisé pour les obligations sécurisées? De quels éléments ce cadre pourrait-il être composé?*

14) *Comment le marché de la titrisation dans l'UE pourrait-il être revitalisé dans un sens préservant l'équilibre entre stabilité financière et nécessité d'améliorer les transformations des échéances par le système financier?*

Le Comité de Bâle a récemment consulté la profession bancaire sur une réforme du cadre de la titrisation qui se traduirait par un net durcissement des exigences en fonds propres qui lui sont applicables. Ces propositions paraissent restrictives, alors que la titrisation joue un rôle essentiel dans le financement de l'économie.

Elles pourraient avoir pour conséquence, si elles étaient mises en œuvre, de dissuader les établissements bancaires de continuer à investir dans les produits de titrisation, y compris sur les financements de créances des clients, mais aussi les priver d'un instrument de refinancement important pour les crédits longs du fait de la pondération pénalisante appliquée à toutes les tranches résiduelles conservées par les banques.

- Pour les activités de marchés, la titrisation est l'une des clés du financement pour élargir et diversifier les sources de financement ;
- Elle a retrouvé une place de choix dans la stratégie de refinancement de moyen long terme des bilans bancaires aux côtés de la dette senior *unsecured* et des obligations sécurisées, en constituant des signatures de marché diversifiantes ;
- Elle offre aux établissements bancaires davantage de souplesse dans la gestion des actifs cédés ou apportés en nantissement que d'autres types de financement sécurisé ; pour le public investisseur subordonné et chirographaire, l'empreinte de la titrisation sur le ratio d'encombrement (*asset encumbrance*) est moins opaque et contingent que pour d'autres sources de financement ;
- Du point de vue de la gestion de bilan et de la collecte de ressources longues encouragées par les régulateurs, c'est une source de financement qui, à la différence des programmes d'obligations garanties (*Covered bonds*), permet de céder les créances inscrites au bilan des banques.

La comparaison entre l'UE et les marchés de la titrisation² aux États-Unis illustre la solidité du modèle européen par rapport au modèle nord-américain. Le marché des RMBS américain

²Analyse *Standard&Poors*

a affiché un taux de défaut de 15,6% entre mi-2007 et mi-2012, alors que le taux de défaut des RMBS européens dans la même période n'était que de 0,07%.

Si le marché de la titrisation l'UE souffre de problèmes persistants de réputation initialement provoqués par la crise américaine des *subprimes*, la FBF considère que le rétablissement d'opérations de titrisation au sein de l'Union européenne est primordial et devrait permettre une certaine flexibilité à la gestion des bilans bancaires, en particulier au niveau du ratio liquidité à plus d'un an.

Dans ce contexte, la FBF plébiscite l'admission par le Comité de Bâle de la titrisation de bonne qualité dans les actifs liquides de niveau 2 et la création du nouveau label européen (*Prime Collateral Securities – PCS*) qui sert de référence aux opérations de titrisations de bonne qualité.

Pour autant, les restrictions sur les maturités, la liquidité ou la capacité de transformation qui visent à accroître la stabilité financière doivent pouvoir s'appuyer sur une surveillance réglementaire appropriée et sur une approche commune pour des risques identiques que les différentes entités financières, qui sont potentiellement couvertes par des réglementations distinctes, courent (*Hedge Funds*, Fonds monétaires, etc.).

Les régulateurs ont déjà abordé la stabilité des systèmes bancaires principalement sous l'angle de mesures comme le renforcement des fonds propres et les besoins de liquidités, ce qui a pour conséquence de limiter la capacité de transformation des échéances.

- Le projet soutenu par la Banque de France

Le projet de la Place de Paris de lancer prochainement (T3-2013) une société anonyme de titrisation susceptible d'émettre des instruments (ABS) adossés à des crédits aux entreprises et PME est un moyen de donner une impulsion à ce marché qui devrait intéresser les assureurs et les gestionnaires de fonds à la recherche de produits de diversification.

La FBF préconise par ailleurs d'harmoniser au niveau européen les règles relatives aux Fonds commun de titrisation (FCT), afin de bénéficier d'une reconnaissance élargie aux pays de l'UE.

Dans un deuxième temps, la création de Places de marchés au sens de la directive MIF, qui passera par une standardisation de l'offre, même si des produits spécifiques doivent conserver leur place dans le financement à long terme de l'économie, doit être encouragée.

La directive EMIR (dans son aspect « chambre de compensation centrale ») devra intégrer les spécificités de ces produits. Ce marché permettra alors aux établissements financiers de réduire leur exposition aux risques de marché.

Pour autant la FBF rappelle que l'utilisation du collatéral n'est pas sans limites pour financer les crédits. Les limites autorisées par les régulateurs en termes d'utilisation des garanties se présentent sous forme de pourcentage du total des actifs et sont appliquées par certaines législations nationales des obligations sécurisées (comme en Australie, en Belgique ou au Canada), ce qui peut freiner leur développement.

15) *Quels sont les avantages et inconvénients des différents modèles de comptes d'épargne disponibles dans l'ensemble de l'UE? Est-il possible d'élaborer un modèle européen?*

Au sein de l'écosystème financier, une spécificité française encourage la détention de produits d'épargne à court terme dont les caractéristiques sont déterminées par les pouvoirs publics (par exemple : le «Livret A», le «Livret de Développement Durable», le "Compte Epargne Logement", etc.) Ces produits d'épargne relèvent d'un régime fiscal qui privilégie l'épargne liquide, sur des maturités courtes à un taux d'intérêt fixe, au détriment d'investissements plus risqués, qui peuvent contribuer au financement de l'économie réelle comme l'assurance-vie en unités de compte ou les fonds communs de placement.

Le financement des politiques de logement social et des villes est adossé, entre autres supports, au Livret A. Le besoin satisfait, cette épargne des ménages fiscalement privilégiée doit être canalisée vers le financement de long terme, sous peine d'entraîner une série d'effets négatifs :

- Les effets négatifs sur la liquidité des banques (ne doit pas avoir pour effet de limiter davantage la capacité des banques à prêter...);
- Les effets négatifs sur les outils de politiques monétaires de la BCE (mode de rémunération doit être en phase avec la politique de la BCE);
- Enfin, de façon générale, dans la mesure où il ne serait ni opportun ni réaliste qu'un produit européen se traduise par une augmentation du taux d'épargne financier, on peut appeler à la plus grande prudence et au lancement d'étude d'impact sur les effets de vases communicant entre un éventuel livret européen et les autres produits d'épargne nationaux dont les encours sont eux-mêmes nécessairement réinvestis.

Il est important de drainer l'épargne, en particulier celle des ménages, vers le financement long de l'économie. Les dispositifs existants devraient donc être réévalués au niveau national pour orienter l'épargne courte vers des supports de long terme. Cependant, la conception d'un compte d'épargne européen doit faire l'objet de réflexions approfondies afin d'éviter d'induire des arbitrages n'allant pas dans le sens recherché.

La piste de l'épargne-logement :

L'accession à la propriété, qui est l'un des motifs privilégiés de l'épargne de projet à moyen terme, reste un objectif stratégique pour un grand nombre de particuliers. Dans plusieurs pays européens, un cadre réglementaire et fiscal de l'épargne logement (Allemagne, Espagne, France...) existe, mais cette forme d'épargne ne se développe plus, alors qu'elle présente pourtant un double avantage :

- Elle prépare l'investissement de long terme le plus significatif pour les ménages ;
- Etant en général constituée progressivement dans le temps en vue d'un projet immobilier, c'est une ressource stable dans le bilan des banques qui donne à ces dernières des marges de manœuvre pour accroître leurs engagements à moyen-long terme.

Une initiative coordonnée entre les Etats européens pourrait leur redonner un attrait, si les conditions de rémunération et la fiscalité étaient favorables. Les Etats qui le souhaitent pourraient faire converger leurs dispositifs nationaux et permettre l'utilisation de l'épargne logement pour un projet immobilier dans l'ensemble des pays qui auraient passé un accord entre eux. Cette initiative favoriserait la mobilité de la main d'œuvre en Europe et aurait une portée symbolique positive pour l'image de l'Europe et du secteur financier.

Cette forme d'épargne pourrait aussi être élargie à d'autres projets comme l'installation (mariage, naissance), le financement des études des enfants Les aides aux parents dépendants, le démarrage d'un projet professionnel, la disposition d'un capital pour pallier une cessation temporaire d'activité professionnelle et lancer une activité culturelle, civique, humanitaire ou pour acquérir une nouvelle formation.

16) Quels types de réformes en matière d'impôt sur le revenu des sociétés pourraient améliorer les conditions d'investissement en mettant fiscalement sur le même plan dette et capitaux propres?

Mettre sur le même plan dette et capitaux propres qui sont fondamentalement d'une nature différente est impossible. Le capital représente un investissement dans une société alors que le prêt est une prestation de services rémunérée par un intérêt. Le rapprochement des deux régimes n'aurait aucun sens car juridiquement, fiscalement et comptablement, les deux instruments n'ont pas les mêmes caractéristiques et sont donc traités différemment.

En raison de contraintes budgétaires fortes et de la volonté d'avoir un régime fiscal similaire pour les résidents et les non-résidents, de nombreux états européens se sont dotés de systèmes de limitation de déduction des intérêts sur les emprunts contractés par les entreprises. Ces mesures rendent le financement plus coûteux et ne sont pas cohérents avec une volonté de développer le financement long terme.

En revanche, certains pays comme la Belgique et l'Italie se sont tournés vers des régimes dits « d'intérêts notionnels » qui autorisent la déduction fiscale d'intérêts calculés sur un montant de capital notionnel. Ces systèmes sont beaucoup plus adaptés au besoin présent de développement du financement long terme.

17) Quelles considérations devraient être prises en compte pour établir au niveau national les incitations adéquates à l'épargne longue? En particulier, comment utiliser les incitations fiscales pour encourager l'épargne à long terme d'une manière équilibrée?

Dans le cadre du débat national en France sur la réforme de l'épargne financière, la FBF a affiché son désaccord sur l'orientation favorable donnée à la fiscalité à court terme au détriment de l'investissement à long terme.

L'encouragement de l'épargne longue passe du point de vue de la FBF par un traitement fiscal différencié en fonction de la durée et du risque engagé, avec une orientation favorable à la prise de risque et à l'investissement long. Le cadre fiscal doit être adapté, il doit rester stable (pour rassurer les épargnants), et inclure des dispositifs fiscaux simples et lisibles.

En conséquence, pour favoriser le financement à long terme et développer de manière durable l'épargne longue, il est nécessaire que cesse l'instabilité chronique du régime fiscal et social.

Sur le sujet de l'épargne longue des particuliers, il faut éviter deux écueils :

- Surtaxer les dividendes ;
- Taxer le capital comme les plus-values.

Il apparaît nécessaire de lier la fiscalité à la durée de détention. Le différentiel de prélèvement par rapport à l'épargne de court terme en fonction de la durée doit être accentué.

Des régimes fiscaux incitatifs avec une finalité d'imposer moins voir d'exonérer les rémunérations issus des placements permettra d'encourager l'épargne à long terme.

A titre d'exemple :

- Exonération des intérêts placés : par exemple émission d'obligations de financement de long terme ou fonds avec des obligations conservées jusqu'à leur terme ;
- Abattement sur des plus-values sur titres de capital au-delà d'un délai de détention (proposition issue des assises de l'entrepreneuriat) ;
- Les produits d'assurance-vie qui peuvent concilier l'épargnant dans ses besoins de retraite et définir les besoins des investissements long terme ;
- Déduction des frais financiers notamment les intérêts d'emprunt contractés pour financer l'acquisition de titres mobiliers. Cette mesure doit bien évidemment être ciblée ;
- Distinction entre des fonds type PEA, un type étant investi en actions cotées et l'autre type en actions non cotées avec une exonération des plus-values à l'issue d'une durée de détention relativement longue ;

Concernant plus particulièrement les banques, il faut rappeler que toute mesure fiscale doit tenir compte :

- De la transformation qui continue d'être opérée par les banques entre les ressources à court terme et les ressources à long terme ;
- Des contraintes de liquidité imposées par Bâle III aux banques qui inciteront les entreprises à se retourner vers les marchés.

Aussi, il est indispensable d'appréhender dans sa globalité la fiscalité de la chaîne d'opérations nécessaires à la mise en place d'un financement long terme d'une entreprise au secteur financier. Il faut donc éviter des mesures qui affecte toute la chaîne du financement long terme (par exemple la taxe sur les transactions financières) ou qui rend le coût du capital plus cher tel que la taxe française de 3% sur les distributions de dividendes.

18) Quels types de réductions fiscales pour les entreprises ont un effet favorable? Quelles mesures pourraient être prises pour faire face au risque d'arbitrage lorsque des dérogations ou des mesures d'incitation sont prévues pour des activités spécifiques?

La FBF rappelle qu'il est important pour développer le financement à long terme que l'environnement fiscal soit stable sur la durée assurant une sécurité juridique indispensable au bon fonctionnement de la mise en place de mécanismes favorisant ce financement.

Au-delà d'une réglementation prudentielle et comptable adaptée pour permettre aux banques de fournir du financement long terme, il faut veiller à ce que le régime fiscal de ces entreprises ne constitue pas un obstacle. A nouveau, il apparaît nécessaire de lier la fiscalité à la durée de détention.

- Exonération des plus-values au-delà d'une certaine durée de détention ;
- Régime d'exonération de plus-values sur fonds dédiés au financement au-delà d'une certaine durée (type FCPE) ;
- Maintien du régime d'exonération des dividendes.

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

La coordination fiscale dans l'UE permettrait d'harmoniser les règles fiscales en matière d'IS entre les états et d'éviter de faire du « dumping » fiscal.

Les multiples tentatives sur l'harmonisation de l'assiette en matière d'IS (par exemple l'assiette commune consolidée pour l'impôt des sociétés ACCIS) n'ont jamais réellement abouti. Toutefois, cette dernière mesure va dans le bon sens mais ne devrait pouvoir réellement avancer dans sa mise en place que dans la mesure où une harmonisation des principes comptables entre les Etats membres existe.

Par ailleurs concernant les particuliers, des systèmes identifiés dans certains pays comme utiles et efficaces pourraient être proposés de manière homogène dans les Etats membres permettant ainsi de créer une série de produits avec un régime fiscal identique et facilitant l'épargne longue dont le financement long terme.

20) Selon vous, dans quelle mesure la comptabilisation à la juste valeur a-t-elle entraîné un court-termisme des investisseurs? Existe-t-il des alternatives à la juste valeur, ou d'autres moyens permettant de compenser ces effets?

Loin de tirer dans leur domaine les leçons de la crise, les normalisateurs comptables internationaux et américains continuent à privilégier la valeur de marché pour la comptabilisation des instruments financiers, alors même que les épisodes économiques récents n'ont pas conforté la théorie des marchés efficients qui constituent le fondement conceptuel de cette approche.

La prise en compte du modèle économique des banques est nécessaire. Les projets de normes comptables restent inadaptés pour traduire la situation financière et l'unicité des réglementations comptables est une utopie à abandonner.

- Une refondation des normes comptables est nécessaire

Les principes comptables IFRS accordent une place privilégiée à la valeur instantanée de marché, au détriment de l'analyse sur le long terme de son aptitude à générer de la performance. Cela repose sur la théorie générale de l'efficacité des marchés qui stipule que le prix de marché est la meilleure représentation de la valeur de tout instrument négociable. Or la crise a mis en lumière les limites de ce concept, en particulier pour les instruments dont les paramètres de marché (liquidité, profondeur de marché, mode de gestion, fragmentation...) qui doivent aussi être pris en considération.

Ces trois critères doivent être considérés simultanément, et non isolément comme le proposent actuellement les normalisateurs, pour déterminer un mode d'évaluation pertinent basé sur les possibilités d'encaissement des flux de trésorerie futurs qu'offrent les marchés et la stratégie de détention suivie.

En réfutant l'utilisation de la valeur de marché dans de tels cas, on éviterait une volatilité induite qui est défavorable à l'investissement de long terme et plus généralement, à la confiance dans les marchés.

La nouvelle norme IFRS 9 relative aux instruments financiers prévoit que la comptabilisation d'instruments financiers au coût amorti n'est possible que si ces instruments répondent à certains critères, qui peuvent être très restrictifs. Les banques risquent alors de devoir comptabiliser une partie de leur bilan actuellement au coût amorti, en juste valeur. Ceci introduirait une volatilité injustifiée dans leurs comptes de résultat ou dans leurs capitaux propres.

Selon la FBF, en prenant en considération simultanément les trois critères que nous venons d'évoquer, il est possible de définir différents modes de valorisation, tant pour les actions que pour les produits de taux, qui découlent à la fois :

- Du modèle d'entreprise, puisque le recouvrement des flux de trésorerie futurs peut être effectué soit en portant l'instrument jusqu'à son échéance finale, soit alternativement, par sa cession ;
- Des caractéristiques propres de l'instrument (prise en compte des risques de variations des flux de trésorerie futurs induits par d'éventuelles indexations contractuelles) ;
- De celles de son marché : seul un marché liquide permet de réaliser les plus-values latentes par cession, sans faire décaler le prix théorique.

Ces modes de valorisation doivent viser à déterminer le résultat effectivement réalisable et donc distribuable.

- Dans sa promotion de la juste valeur, l'IASB a pris pour acquis que les investisseurs, et plus particulièrement les investisseurs à court terme sont les seuls utilisateurs des normes IFRS. Ainsi, le modèle de la juste valeur est principalement basé sur la notion de « marchés efficients » censés réagir dans l'instant à une information divulguée par les entreprises dans l'intérêt des actionnaires et des investisseurs à court terme.

La crise financière a cependant démontré le caractère procyclique de ce dernier. Lors d'un cycle de hausse du prix des actions, le modèle favorise une augmentation des bénéfices et des fonds propres qui conduit à la hausse des prix des actions. De la même manière, dans un cycle de baisse, le phénomène est inverse et les ventes massives « *fire sale* » provoquent une défiance généralisée. Ce phénomène est particulièrement observable pour le cas des banques et des assureurs.

- Il apparaît ainsi que les leçons de la crise n'ont pas été tirées. La volatilité excessive importée du marché dans les états financiers et les répercussions sur l'investissement à long terme sont une préoccupation sérieuse qui pourrait devenir plus critique encore avec la mise en place des standards IFRS 9, qui prennent en compte à la fois une instabilité potentielle de la situation financière (fonds propres) et la performance financière (pertes et profits). Les exigences relatives à la norme IFRS 9 traduisent et illustrent cette préoccupation :
 - i. L'intégralité des participations seraient comptabilisées à la juste valeur par résultat, quel que soit le modèle économique ;
 - ii. la seule option acceptée pour faire référence à leur juste valeur est trop restrictive, interdisant la reconnaissance en résultat des gains et pertes réalisés au moment de la cession de ces investissements ;
 - iii. la juste valeur par le résultat devient une catégorie par défaut. Tout instrument qui ne serait pas admissible à la catégorie du coût d'amortissement « *amortised*

cost category » au sens strict serait classifié dans la juste valeur au sein de la catégorie de « pertes et profits », quel que soit le modèle économique appliqué.

Ces exigences combinées avec les changements à venir dans le cadre réglementaire se traduiraient par un double effet négatif qui pourrait décourager les banques à accorder des financements à long terme, dans un contexte où il est essentiel de soutenir la reprise européenne pour l'emploi et le renforcement de nos économies :

- i. Une distorsion de la performance, à défaut de refléter le modèle économique applicable aux investissements à long terme apparaîtrait. A titre d'exemple, alors que le résultat des gains et pertes réalisé est un indicateur clé de la performance de ces activités, la comptabilisation en juste valeur ne permettrait pas la représentation fidèle du résultat ;
- ii. Les exigences en termes de capital et de ratios prudentiels sont dissuasives.

La FBF considère que la méthode de comptabilisation la plus pertinente pour refléter fidèlement la performance lorsque le modèle économique consiste à détenir des investissements sur une longue période est la mesure des coûts de dépréciation lorsque la valeur intrinsèque (valeur d'usage au sens de la norme IAS36) devient inférieure au coût initial.

L'Europe doit saisir l'opportunité de la décision de la SEC pour revoir le processus de convergence entre les US GAAP et les IFRS et engager une réflexion sur l'approche conceptuelle du référentiel IFRS. Le modèle de la juste valeur en tant que modèle « par défaut » devrait être réévalué. Le modèle économique de l'investisseur de long terme devrait être intégré dans le cadre conceptuel de la même manière que la notion de « prudence » qui devrait être réintroduite alors que le concept d'utilisateurs devrait être étendu aux investisseurs à long terme.

Ainsi, la FBF est en faveur des orientations suivantes :

- Il est fondamental de promouvoir une comptabilité qui ne favorise pas la volatilité de court terme, mais tend à traduire les résultats de la stratégie d'investissements de long terme ;
- La juste valeur a probablement des conséquences sur le comportement des acteurs économiques (épargnants, investisseurs, entreprises). En particulier, les investisseurs financiers qui subissent l'impact de cette méthode de valorisation et le rôle pro-cyclique de cette dernière qui altère leur disposition à s'engager sur des financements de long terme ;
- Il importe de réfléchir à une valorisation différenciée des éléments de bilan (pour atténuer les effets du *mark-to-market*) qui soit adaptée au modèle économique des investisseurs de long terme ;
- En tout état de cause, l'Union européenne doit contribuer à la mise en place des normes comptables internationales de manière à valoriser des mesures en accord avec des positions limitant la volatilité des marchés et favorisant les stratégies d'investissement longues.

21) *Quels types d'incitations sont susceptibles de promouvoir un engagement à plus long terme des actionnaires?*

Le droit de vote double et une augmentation des dividendes sont deux mesures qui peuvent favoriser la participation des actionnaires à long terme.

En France :

- Le droit de vote double peut être alloué à tout actionnaire qui se conforme à la période minimale de détention des actions fixée par les statuts et sous la réserve d'une inscription nominative, tout au long de cette période.
- En ce qui concerne l'augmentation du dividende, les entreprises ont la possibilité d'insérer dans leurs statuts une clause prévoyant que toute action inscrite *'in the personal form'* au nom d'un même titulaire pendant une période déterminée, donne droit à une augmentation du dividende par rapport à celui versé aux autres actions.

L'épargne individuelle doit être réorientée vers le financement de long terme de l'économie

L'augmentation de l'épargne à long terme est une source naturelle d'accroissement des passifs longs pour les institutions financières et est indispensable pour la transmission vers les marchés financiers. Il est donc essentiel que des incitations existent en faveur de l'épargne à long terme et des actions.

1. Favoriser l'épargne à long terme, notamment en actions

La fiscalité de l'épargne doit être revue avec les orientations suivantes :

- Une taxation successive du capital est préjudiciable à l'épargne, à l'investissement et *'in fine'*, à la croissance ;
- Les avantages fiscaux doivent être réduits pour les supports liquides et sans risques et renforcés pour les supports à duration longue et risquée ;
- Dans le contexte actuel de rendements faibles voire négatif, pour de nombreux supports, la fiscalité devient un critère décisif.

Il apparaît urgent de rétablir un équilibre entre les incitations fiscales et les différents actifs, selon une logique économique simple et cohérente :

- Pas ou peu d'incitation pour l'épargne sans risque et liquide ;
- Des incitations fiscales progressives pour l'épargne risquée et à long terme.

Des mesures concrètes devraient être également proposées pour le *'private equity'* dont les fonds de capital-risque.

2. Réviser les exigences en capital pour les investissements de long terme

Les exigences en capital Solvabilité II sont également déterminées à court terme sur la base d'une analyse des risques à horizon de 1 an quelle que soit la durée réelle des activités de l'assureur.

Ce ne sont pas seulement les investissements en actions qui risquent d'être pénalisés, mais aussi les investissements dans les obligations de long terme émises par les entreprises ou dans les infrastructures. Depuis plus d'un an, les assureurs européens se sont mobilisés pour obtenir des ajustements de 'Solvabilité II' de nature à préserver leur modèle économique d'investisseurs de long terme dans l'économie.

La Commission a en septembre dernier mandaté l'EIOPA, le contrôleur européen, afin qu'elle réévalue les exigences en capital de certaines classes d'actifs dans le sens d'une préservation de la capacité d'investissement à long terme.

3. Concevoir des produits de financement de long terme adaptés aux investisseurs de long terme

a) Mettre en place de nouvelles formules de titrisation

Le rétablissement d'opérations de titrisation pourrait redonner une certaine flexibilité à la gestion des bilans bancaires, en particulier au niveau du ratio liquidité à plus d'un an.

Il concernerait notamment les crédits bancaires aux entreprises mais aussi des financements de projets d'infrastructures de petite taille présentant des similitudes.

b) Encourager le financement des infrastructures

La forte pénalisation des financements de long terme sous Bâle III conduira à une raréfaction importante des financements bancaires d'infrastructures, en particulier au-delà de durées de cinq à sept ans. Il est de ce fait nécessaire de développer et de promouvoir des formules efficaces de financement ou de refinancement de ces infrastructures par le marché obligataire. Ces actifs longs, tangibles et sûrs, sous réserve que les conditions techniques et juridiques de montage soient réunies, se prêtent 'a priori', assez bien aux besoins de gestion de l'épargne longue des assureurs et des fonds de pension.

Il pourrait être imaginé, à l'échelle européenne, que la BEI joue un rôle clef en la matière, même si des solutions nationales doivent également être recherchées.

4. Favoriser l'actionnariat salarié

L'actionnariat salarié joue également un rôle dans l'augmentation de la proportion des actionnaires ayant une perspective à long terme. Par conséquent, la FBF soutient l'objectif de la Commission européenne, tel que présenté dans son plan d'action sur le droit des sociétés et gouvernance d'entreprise, de créer un environnement favorable pour le développement de l'actionnariat salarié. En effet, l'actionnariat salarié est un moyen important de promouvoir la motivation et la cohésion de groupe, car elle augmente le sentiment d'appartenance à l'entreprise, quel que soit le pays dans lequel les employés travaillent.

22) *Comment faire évoluer les mandats et les incitations donnés aux gestionnaires d'actifs afin de favoriser les stratégies et les relations d'investissement à long terme?*
23) *Est-il nécessaire de réexaminer la définition de la responsabilité fiduciaire dans le contexte du financement à long terme?*

Il n'est pas aisé d'effectuer une séparation stricte de l'activité de gestion d'actifs des sociétés dans lesquelles les gestionnaires investissent pour le compte de leurs clients. Les gestionnaires d'actifs sont tenus, de par leur fonction, de suivre la stratégie appliquée aux investissements qu'ils réalisent, ces informations étant à la base de leurs prises de décisions.

Il existe en France depuis 1998 une série de recommandations qui concernent les assemblées générales et les conseils d'administration des sociétés cotées fondées sur des principes de conformité des procédures. Les informations recueillies permettent une analyse de l'implication croissante des sociétés de gestion d'actifs *via* leur participation aux assemblées générales et leur opposition active aux projets de résolutions qui vont à l'encontre de leur politique de vote.

En conséquence, les gestionnaires d'actifs (au moins en France) s'attachent à poursuivre une vision à long terme des sociétés dans lesquelles ils investissent.

Une exigence pour les sociétés de gestion d'actifs de divulguer publiquement leur politique de vote serait cependant bénéfique pour les investisseurs.

24) *Dans quelle mesure l'intégration accrue d'informations financières et non financières contribuera-t-elle à offrir un aperçu plus clair des performances à long terme d'une entreprise, et à de meilleures décisions d'investissement?*

La FBF estime qu'il faut, autant que faire ce peu, éviter d'accroître les obligations pesant sur les banques qui fournissent déjà aux régulateurs une information financière et extra financière rigoureuse et pertinente.

Il semblerait préférable de valoriser la notation tout en soulignant qu'il faudrait à la fois que ces notations concilient les exigences de fiabilité pour les investisseurs sans se transformer en contrainte trop lourdes pour les émetteurs.

Dans tous les cas de figure, il est nécessaire qu'une harmonisation effective au niveau européen des modalités de publication des informations comptables et financières s'opère dans la plus grande transparence.

26) *Quelles mesures supplémentaires pourraient être envisagées, en termes de régulation européenne ou d'autres moyens, pour faciliter l'accès des PME aux sources de financement non traditionnelles?*

Les PME françaises sont en déficit de financements longs, il importe donc d'apporter à cette problématique des solutions adéquates et pérennes. Il convient de promouvoir au niveau européen le financement obligataire des jeunes entreprises innovantes et des PME/ETI. Dans ce cadre, la FBF soutient les projets visant à favoriser leur financement par les marchés, notamment par :

- «La Bourse de l'entreprise» : Ce projet doit permettre de lever des fonds à destination des PME/ETI dont l'accès aux marchés financiers est réduit. La condition de la réussite de cette entreprise sera étroitement liée à la compétitivité des prêts alloués pour ne pas tomber en concurrence avec des prêts bancaires, à la capacité des acteurs à se mobiliser et à la liquidité qui sera nécessaire pour assurer la continuité des opérations.
- Le produit «PEA/PME» : Le lancement prochain de ce produit constitue un défi en raison de l'appétit limité des ménages français pour les marchés actions et le niveau de risque que peut représenter ce type d'investissement. Un niveau d'information adéquat à destination des investisseurs sera nécessaire.

L'exemple du crédit semi-obligataire allemand « *Schuldscheindarlehen* », à mi-chemin entre la syndication de crédit et l'emprunt obligataire se révèle particulièrement bien adapté pour financer Outre-Rhin les PME à forte croissance.

27) Comment pourraient être conçus des instruments de titrisation pour PME? Quelles sont les meilleures façons d'utiliser la titrisation pour mobiliser les capitaux des intermédiaires financiers en faveur des PME, que ce soit sous forme de prêts ou d'investissements supplémentaires?

Cf. réponse à la question 14.

28) Serait-il utile de prévoir une approche entièrement distincte pour des marchés propres aux PME? Qui pourrait développer de tels marchés et comment, en tenant compte de l'inclusion de produits titrisés spécifiquement conçus pour le financement de PME?

Il est important d'apporter au PME/PMI des solutions de financement, offrant une palette élargie de produits de financement (fonds longs & dettes) et un mode de cotation adapté à leurs besoins. La question de la rentabilité de ces projets doit cependant être étudiée avec attention.

29) 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?

Les meilleures pratiques doivent s'appliquer au niveau de l'Union européenne avec l'assurance d'un *level playing field*.