

Comment relancer l'investissement

Tristan Auvray, Thomas Dallery et Sandra Rigot,

Tristan Auvray et Sandra Rigot sont maîtres de conférences à l'université Paris 13 et chercheurs au CEPN. Thomas Dallery est maître de conférences à l'université du Littoral Côte d'Opale et chercheur au Clersé.

LA QUESTION DU MANQUE D'INVESTISSEMENT REPRÉSENTE aujourd'hui un enjeu majeur pour la croissance européenne. L'OCDE et le FMI ont dénoncé ces derniers mois le retard dans la reprise de l'investissement en Europe par rapport aux Etats-Unis. La Commission européenne (CE) s'est récemment saisie du problème en proposant la mise en place du plan Juncker, destiné à aboutir à une relance de l'investissement en Europe de 315 milliards d'euros sur trois ans.

Comment expliquer ce manque d'investissement et comment le résorber ? Au-delà des raisons conjoncturelles liées à la crise (1), ce manque plonge ses racines dans l'organisation du système de financement des entreprises. Le pouvoir actionnarial a transformé les stratégies des firmes au détriment de l'investissement productif, malgré la contribution insignifiante des actions à leur financement (2). Quant aux banques, elles ne jouent plus autant qu'avant le rôle d'intermédiaire financier entre des « placeurs » en quête de liquidité et des entreprises qui ont besoin d'investisseurs capables de s'engager à long terme (3). Pour sortir les entreprises du piège de la liquidité, nous propo-

sons la création d'une nouvelle institution financière (4), bien plus efficace que le dispositif du plan Juncker pour mobiliser l'épargne collective abondante des investisseurs institutionnels.

1. Pourquoi l'Europe manque-t-elle d'investissement ?

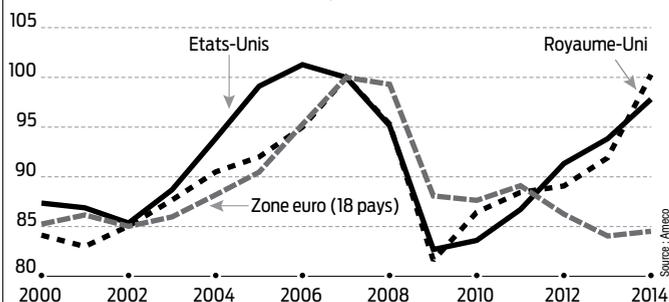
Plusieurs raisons peuvent être avancées pour expliquer le recul de l'investissement en Europe. La première, non spécifiquement européenne, est liée à la crise des *subprime*, qui a entraîné un effondrement des marchés financiers, une crise bancaire et, *in fine*, une crise économique. Sous l'effet d'une récession, l'investissement recule, et ce d'autant plus qu'un mécanisme d'accélérateur amplifie l'effet des soubresauts de la conjoncture sur les variations de l'investissement. Ainsi, la baisse de l'activité économique française, de 3,15 % entre 2008 et 2009 en termes réels, a conduit à une diminution de l'investissement privé de 13 %. Le déclin de l'investissement est d'autant plus brutal que la crise économique coïncide avec l'éclatement d'une bulle immobilière dans plusieurs pays (en Espagne et en Irlande notamment), la construction étant comptabilisée comme un investissement.

Mais si la crise de 2007 a précipité l'effondrement de l'investissement dans les pays développés, cela n'explique pas pourquoi l'Europe souffre depuis 2011 d'un retard particulier d'investissement par rapport aux Etats-Unis et au Royaume-Uni.

La raison de cette évolution divergente tient aux différences de politique économique. D'une part, suite au déclenchement de la crise des dettes souveraines en 2010, la zone euro s'est enfermée dans une logique d'austérité : la contraction des bud-

Graphique 1.

Evolution de la formation brute de capital fixe, base 100 en 2007



gets publics a nui à la demande macroéconomique, et donc à l'investissement. D'autre part, les Etats-Unis et le Royaume-Uni ont ouvert les vannes du crédit immobilier et de l'effet richesse sur les marchés financiers, deux moteurs permettant de soutenir la demande, et donc l'investissement. Malgré les aveux tardifs, en 2013, du FMI, confessant la sous-estimation des effets récessifs des coupes dans les budgets publics, la Commission européenne continue de réclamer une surveillance accrue des Etats membres et prône des impulsions budgétaires négatives en France, en Italie ou en Belgique. Il est à craindre que les mêmes causes produisent les mêmes effets et que l'investissement européen demeure profondément déprimé.

La zone euro souffre en outre d'un problème d'offre de financements, notamment bancaires. Cette explication concerne essentiellement l'Europe du Sud, dans laquelle l'investissement s'est effondré suite à l'explosion de bulles immobilières. Dans ces pays, les conditions monétaires se sont brusquement resserrées à partir de 2010, sous l'effet de taux d'intérêt élevés et du rationnement du crédit.

La France n'a pas connu pareille évolution au niveau global, mais ses PME ont été exposées à un resserrement des conditions de crédit, ainsi qu'à des pressions des grands groupes donneurs d'ordre ^[1]. Au-delà des restrictions liées à la crise elle-même, un nouveau ralentissement du crédit aux entreprises pourrait résulter de l'application de Bâle III, qui impose aux banques des contraintes prudentielles supplémentaires en termes de fonds propres et de liquidités. Même si ces nouvelles exigences sont considérées comme nécessaires au regard de la stabilité financière, elles peuvent constituer des obstacles au financement de l'investissement à long terme en affectant notamment la capacité des banques à faire de l'intermédiation financière traditionnelle.

Une autre raison avancée pour expliquer le ralentissement de l'investissement européen serait tout simplement liée à un recul de l'imaginaire de nos entrepreneurs. Plus que le manque de financement, ce serait alors l'absence d'un nouvel Eldorado qui inhiberait les investisseurs. Alors que, dans les années 1950, le futur se construisait autour de la voiture et des équipements ménagers, ou que, dans les années 1990, il s'incarnait dans les nouvelles technologies de l'information et de la communication,

[1] Voir à ce sujet les pratiques recensées par le médiateur des relations interentreprises, notamment au moment de la mise en place du crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE), les grands groupes demandant à leurs sous-traitants de leur restituer les baisses d'impôts liées à ce dernier sous la forme d'une baisse des prix !

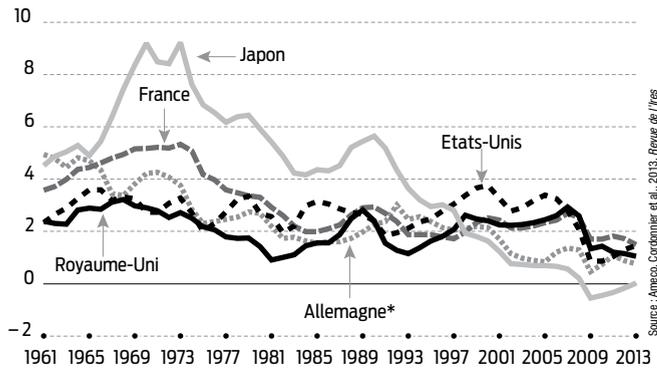
les investisseurs semblent aujourd'hui peiner à s'imaginer quel sera le nouveau secteur porteur dans lequel il leur conviendrait d'investir. Au lieu de se risquer à construire un avenir incertain en se lançant dans des projets innovants, ils se contentent de copier les vieilles recettes occidentales dans les pays émergents : en caricaturant, on pourrait dire qu'on ne prépare pas l'Occident de 2020, mais qu'on répète les années 2000 de l'Occident pour les pays émergents ! Les partisans de la thèse de la stagnation séculaire pourraient se reconnaître ici. Nous verrons pourtant que des projets d'avenir existent et qu'ils sont absolument nécessaires.

2. Financement et investissement des firmes européennes

Au-delà du manque actuel d'investissement en Europe, l'ensemble des économies développées souffre d'un recul de l'investissement depuis une trentaine d'années [Cordonnier *et al.*, 2013].

Graphique 2.

Taux d'accumulation (taux de croissance du stock de capital), en %



Source : Ameco, Cordonnier *et al.*, 2013, *Revue de l'Ifes*

* Allemagne de l'Ouest jusqu'en 1991.

Et ce recul trouve son origine dans l'organisation du système financier. Schématiquement, le financement des entreprises ne peut venir que de quatre sources : le crédit bancaire, l'émission d'obligations, la conservation des profits et l'émission d'actions. En Europe, les marchés financiers ne sont pas, loin s'en faut, la première source de financement des entreprises. Sur les 14 grandes économies européennes, la finance interne (auto-



financement) constitue en effet 70 % des ressources des sociétés non financières. L'endettement net (crédit bancaire et émissions d'obligations) correspond à près de 20 % des ressources totales alors que les émissions nettes d'actions sont proches des 10 %. De 1995 à 2012, dans le cas extrême du Royaume-Uni, les ressources financières internes ont financé le désendettement et les rachats nets d'actions.

Aux Etats-Unis, les émissions nettes d'actions (émissions d'actions nouvelles diminuées des rachats d'actions) n'apportent plus de capitaux frais aux entreprises. Elles en prélèvent même au contraire de manière structurelle depuis les années 1980 : sur les trente dernières années, pour chaque dollar investi dans des actifs productifs par les firmes non financières, 17 cents ont été reversés aux actionnaires sous la forme de rachats nets d'actions [Hecht, 2014]. Les marchés financiers sont ainsi devenus aux Etats-Unis des marchés financés.

Si le financement par actions est globalement très faible au niveau macroéconomique, cela ne signifie pas que les actionnaires n'ont aucune emprise sur les décisions des firmes. La maigre contribution financière des actionnaires contraste avec leur grande influence sur la gouvernance d'entreprise. Pour comprendre le manque d'investissement productif et d'emploi dans la zone euro (mais aussi aux Etats-Unis et au Royaume-Uni), il convient donc d'éclaircir le rôle joué par ces acteurs. Or, quand on parle du « pouvoir de l'actionnaire » ou de « gouvernance actionnariale », on a trop souvent tendance à oublier la grande diversité de ces acteurs. Les actionnaires peuvent en effet prendre des formes très différentes (la veuve de Carpentras, le fonds de pension américain, l'Etat, le fonds spéculatif agressif, la bancassurance française, l'actionnaire familial...), avec des objectifs tout aussi variés quant à leur gestion de portefeuille et aux orientations stratégiques des sociétés dans lesquelles ils ont placé leurs capitaux.

Il faut tenir compte de cette diversité pour analyser l'hétérogénéité de la conduite des firmes en matière d'investissement et d'emploi ^[2]. A partir d'une base de données sur les sociétés européennes cotées en Bourse, nous distinguons, d'une part, les entreprises dont l'actionnariat est principalement composé de partenaires stratégiques (famille, Etat, autres entreprises non financières...) et, d'autre part, celles dans lesquelles l'action-

[2] C'est ce que nous avons fait dans le cadre d'un projet de recherche mené au sein du Collège des Bernardins sous la direction d'Olivier Favereau et Baudoïn Roger. Voir le colloque « L'entreprise et les nouveaux horizons du politique », qui s'est tenu du 6 au 8 novembre dernier. Etude réalisée en collaboration avec Antoine Rebérioux. L'échantillon comprend les sociétés constituant l'indice Eurostoxx 600 de 1999 à 2012

ariat est essentiellement composé de gestionnaires d'actifs (fonds mutuels gérant l'épargne pour le compte de fonds de pension et de sociétés d'assurance essentiellement). Parmi ces gestionnaires d'actifs, nous étudions en particulier les gestionnaires impatients qui font tourner l'intégralité de leur portefeuille d'actions en moins de deux ans. Suivant cette typologie, Olivier Brossard *et al.* [2013] montrent déjà que la prépondérance des investisseurs impatients dans l'actionnariat de firmes européennes innovantes a un effet négatif sur les dépenses en recherche et développement de ces firmes. Sur la base d'un échantillon représentatif des marchés boursiers européens, cette analyse est étendue à l'investissement et l'emploi.

Nous observons ainsi qu'une chute du chiffre d'affaires entraîne une plus forte suppression de l'emploi dans les firmes dont l'actionnariat est essentiellement composé de gestionnaires d'actifs. Au contraire, les sociétés dont les principaux actionnaires sont des familles sont davantage protectrices dans leur gestion de l'emploi en cas de retournement de la croissance des ventes.

Tableau 1.

**Le financement des sociétés non financières européennes
(moyenne 1995-2012)**

	Finance interne (épargne brute)	Finance externe	
		Endettement net	Emissions nettes d'actions
Autriche *	68 %	22 %	11 %
Belgique	55 %	14 %	32 %
Danemark **	94 %	7 %	- 1 %
Finlande	82 %	16 %	2 %
France	58 %	24 %	19 %
Allemagne	81 %	6 %	13 %
Grèce ***	64 %	24 %	12 %
Italie	61 %	26 %	12 %
Pays-Bas	72 %	16 %	12 %
Norvège *	62 %	27 %	11 %
Portugal	46 %	33 %	20 %
Espagne ***	56 %	27 %	17 %
Suède	68 %	15 %	17 %
Royaume-Uni	103 %	- 2 %	- 1 %
Ensemble	69 %	18 %	13 %

* Première année disponible 1996. ** Première année disponible 2003.

*** Première année disponible 2000.

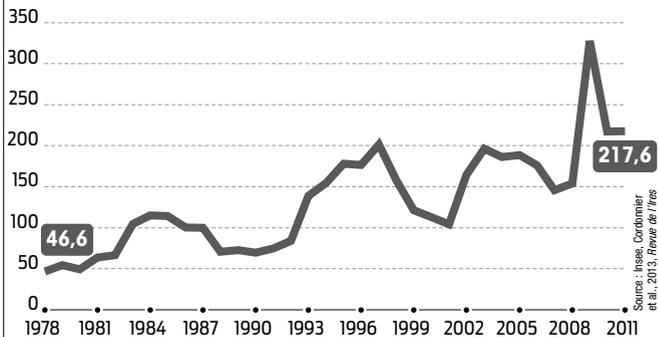
Sources : Eurostat, comptes consolidés, calcul des auteurs



Puis nous analysons la sensibilité de l'investissement aux versements de dividendes. Verser des dividendes n'est pas en soi néfaste à l'investissement, mais cela peut le devenir si ce versement se substitue à des investissements dont la rentabilité n'est pas jugée suffisante au regard des critères de rentabilité posés par les actionnaires. De manière générale, plus les versements de dividendes sont élevés, plus le niveau de l'investissement dans des actifs productifs diminue. Cette sensibilité de l'investissement aux versements de dividendes apparaît être plus forte pour les sociétés caractérisées par un actionnariat dominé par des gestionnaires d'actifs impatientes. Le court-termisme des investisseurs se traduit donc par un court-termisme des firmes en matière d'investissement : les actionnaires impatientes sacrifient l'investissement productif et les perspectives de survie à long terme de l'entreprise parce qu'ils ne seront plus engagés dans celle-ci quand cette fragilité économique se réalisera. Il s'agit ici d'un comportement de prédateur qui extrait de la valeur de l'entreprise avant d'aller placer son capital financier ailleurs. Y compris parmi les financiers eux-mêmes, certains s'inquiètent de la montée de ce type de comportement : ainsi, au printemps dernier, Laurence D. Fink, PDG de BlackRock, un des premiers gestionnaires d'actifs de la planète, a adressé une lettre aux PDG des plus grandes entreprises américaines pour leur demander de ne pas trop distribuer de cash aux actionnaires, car cela pourrait mettre en péril les capacités de ces entreprises à croître et à générer des rendements à l'avenir ^[3].

Graphique 3.

Evolution du ratio revenus nets distribués des sociétés/formation nette de capital fixe, en %



[3] Wall Street Journal, 26 mars 2014.

Alors que les actions ne jouent qu'un rôle marginal dans l'apport de capitaux aux sociétés non financières européennes, c'est bien la structure actionnariale qui peut expliquer certains problèmes en matière d'investissement et d'emploi dans les entreprises européennes. Plus que le niveau, c'est l'utilisation des profits qui pose désormais question. Selon William Lazonick et Mary O'Sullivan [2000], on serait ainsi passé, avec l'avènement de la financiarisation, d'une logique de « *retain and reinvest* » (les profits sont conservés pour financer l'investissement productif) durant l'ère des Trente Glorieuses à une logique de « *downsize and distribute* » (les emplois et les investissements sont réduits pour doper les profits à court terme et distribuer des dividendes). Différents indicateurs attestent de cette évolution. Ainsi, dans le cas français, Laurent Cordonnier *et al.* [2013] ont mis en évidence ce changement dans l'utilisation des profits. Pour un euro d'investissement net, 50 centimes d'euro de dividendes nets étaient distribués en 1978, contre plus de 2 euros en 2012.

PLUS LES VERSEMENTS DE DIVIDENDES SONT ÉLEVÉS, PLUS LE NIVEAU DE L'INVESTISSEMENT DANS DES ACTIFS PRODUCTIFS DIMINUE.

L'utilisation des profits n'est pas neutre au niveau macro-économique : quand ils alimentent l'autofinancement, ils contribuent à la préparation de l'avenir collectif par le financement de l'investissement productif ; quand ils sont distribués en dividendes, ils nourrissent les désirs individuels des actionnaires, qui en profiteront pour consommer (pas nécessairement sur le même territoire) ou acheter des actions d'autres entreprises. Dans le premier cas, la légitimité des profits provient de leur rôle dans la construction d'un futur commun, dans le second, de l'affirmation d'un droit de propriété. Un droit de propriété contestable ici : l'actionnaire n'est propriétaire que de l'action d'une société, pas du destin de l'entreprise [Robé, 1999].

3. Les investisseurs financiers n'investissent pas, ils placent

L'investisseur désigne deux catégories d'acteurs radicalement différents dans le langage courant. L'investisseur est d'abord « l'investisseur en capital productif », celui qui crée de nouvelles unités de production, qui innove et améliore le processus de production. Cet investisseur pourrait se réclamer de l'appellation d'entrepreneur : celui qui prend des risques en engageant des dépenses certaines aujourd'hui pour constituer un capital



productif, et ce dans l'espoir de recettes futures incertaines, obtenues par l'exploitation de ce capital productif. Mais la doctrine financière a imposé l'idée qu'il existait aussi des « investisseurs financiers », qui prennent des risques en engageant un capital financier aujourd'hui dans l'espoir d'en retirer un rendement incertain dans l'avenir. Ces derniers ne sont pas des investisseurs au sens productif du terme : il s'agit de placeurs, d'épargnants cherchant à faire fructifier un patrimoine, et non d'entrepreneurs déplaçant les frontières de production. Certes, ils peuvent contribuer au financement de l'investissement productif, mais cela n'est le cas que lorsqu'ils achètent des titres sur le marché primaire, c'est-à-dire des titres nouvellement émis alimentant directement le financement nécessaire à l'entrepreneur. Dans le cas de l'acquisition d'actifs sur le marché secondaire (c'est-à-dire de titres d'occasion), il n'y a pas de financement de l'investissement productif ni de contribution apportée à la production de l'économie réelle. Les transactions réalisées sur le marché secondaire ne sont là que pour offrir un service aux détenteurs de titres : celui de pouvoir revendre leurs titres. Cette liquidité est un service pour le placeur, elle n'apporte rien à l'investisseur (soit l'entreprise) directement.

Le piège de la liquidité

Depuis les enseignements de Joan Robinson, on définit dans les cours de licence d'économie la liquidité comme une capacité à être transformée en monnaie, et cela sans délai, coût ou risque en capital. On établit ainsi qu'un actif sera qualifié de « liquide » s'il comprend deux attributs : d'une part, s'il dispose d'un caractère négociable, c'est-à-dire une facilité à pouvoir être revendu rapidement et sans frais particuliers (liquidité au sens de L₁) ; d'autre part, s'il jouit d'une certaine prévisibilité de sa valeur future lors de la revente, avec un risque de perte en capital réduit (liquidité au sens de L₂).

En pratique, l'atteinte d'une liquidité au sens de L₁ (négociabilité) risque

de se traduire par une perte de liquidité au sens de L₂ (prévisibilité de la valeur future). La volonté de bénéficier d'un marché pour la revente de l'actif institue une instance de revalorisation continue pour cet actif. C'est justement ce qui se joue sur les marchés financiers pour les actionnaires : la possibilité de vendre à tout moment son action (obtention de L₁) institue un marché financier sur lequel la valeur de l'action varie (perte de L₂). Dès lors, pour sécuriser la valeur de son action et éviter la perte en capital, l'actionnaire exigera de l'entreprise qu'elle verse des dividendes importants et/ou qu'elle rachète ses propres actions pour soutenir quasi mécaniquement le cours.

Au contraire, l'investisseur en capital productif (l'entreprise) a besoin de pouvoir compter sur l'engagement des apporteurs de fonds de rester dans l'affaire en cours : pour une large part, l'investissement productif est irréversible. L'entreprise n'investira pas ou peu si elle ne peut pas compter sur une certaine stabilité de ses apporteurs de capitaux, si ces derniers menacent de se retirer des affaires à la moindre inquiétude ou au moindre soubresaut de l'activité macroéconomique.

Le placeur recherche la liquidité, l'investisseur (l'entreprise) désire la stabilité : pour réconcilier les deux exigences, il faut qu'un intermédiaire financier assure la liquidité au placeur et la stabilité à l'entreprise, cet engagement financier permettant de sécuriser l'investissement productif. Les banques (et plus globalement les intermédiaires financiers) ont, en principe, cette fonction d'assurer l'interface entre les exigences de ces deux catégories d'acteurs : elles sont censées garantir une stabilité dans le financement de l'entreprise (par des prises de participation ou la fourniture récurrente de crédit) tout en fournissant la liquidité désirée aux placeurs. Fondamentalement, être un intermédiaire financier, c'est supporter le risque consistant à financer de l'investissement productif (actif de « long terme ») tout en garantissant à ses créanciers la liquidité de leur placement (passif de « court terme »). L'intermédiaire financier se rémunère alors en prenant une partie du rendement de l'investissement productif.

**L'ENTREPRISE N'INVESTIRA PAS OU PEU
SI ELLE NE PEUT PAS COMPTER SUR UNE
CERTAINE STABILITÉ DE SES APORTEURS
DE CAPITAUX.**

Mais depuis les années 1980, l'intermédiation bancaire traditionnelle a progressivement diminué au profit d'une intermédiation de marché : les banques acquièrent des titres émis par les entreprises et les Etats grâce aux titres qu'elles émettent elles-mêmes et qui sont souscrits par les épargnants. De leur côté, les investisseurs institutionnels (compagnies d'assurance et fonds de pension) gèrent une épargne de plus en plus importante. Mais, plutôt que de détenir des actions d'entreprises sur le long terme en nouant des partenariats stratégiques, ils se tournent de plus en plus vers la recherche de la liquidité, en multipliant les allers-retours sur des valeurs pour réaliser des plus-values grâce à la valorisation boursière et au versement de cash aux actionnaires : selon l'OCDE, la durée de détention



moyenne d'une action était de six mois à peine en 2009. Or ces investisseurs institutionnels pèsent des milliards : toujours selon l'OCDE, les seules compagnies d'assurance françaises géraient pour 2 750 milliards de dollars d'actifs en 2013, et les fonds de pension américains pesaient plus de 10 000 milliards de dollars. La financiarisation peut être vue comme le primat de la recherche de la liquidité sur la nécessité de l'engagement, la domination du placeur en capital financier sur l'investisseur en capital productif.

Cette formidable masse de capitaux pourrait d'autant plus être utilisée pour financer des investissements productifs à long terme dans les entreprises que les investisseurs institutionnels disposent pour la plupart d'un passif de long terme : ils ont des obligations contractuelles prévisibles s'étalant dans le temps (verser des retraites, payer des assurances-vie...) et cette absence théorique de contraintes de liquidité devrait leur permettre de placer l'épargne collectée à long terme. Mais, en pratique, les investisseurs institutionnels dont la structure du passif pourrait permettre le placement à long terme sont soumis aux contraintes de la liquidité. Soit parce qu'ils sont eux-mêmes en

LA FINANCIARISATION PEUT ÊTRE VUE COMME LE PRIMAT DE LA RECHERCHE DE LA LIQUIDITÉ SUR LA NÉCESSITÉ DE L'ENGAGEMENT, LA DOMINATION DU PLACEUR EN CAPITAL FINANCIER SUR L'INVESTISSEUR EN CAPITAL PRODUCTIF.

concurrence pour attirer les épargnants en affichant le meilleur rendement possible, soit parce qu'ils délèguent leur gestion d'actifs à des gérants de fonds externes en concurrence eux aussi sur des rendements de court terme. Dans les deux cas, ces investisseurs insti-

tionnels se comportent de manière impatiente vis-à-vis des entreprises, en réclamant des versements de dividendes et des rachats d'actions pour booster le cours de l'action à court terme, au détriment de l'investissement productif dont la rentabilité est plus lointaine et, qui plus est, incertaine.

4. Créer les institutions du financement à long terme

Comment sortir les entreprises du piège de la liquidité en utilisant les potentiels du passif de long terme des investisseurs institutionnels tout en neutralisant les effets néfastes que peuvent engendrer ces acteurs ? S'ils ne placent pas à long terme car ils sont pris dans une logique concurrentielle de recherche de liquidité, il convient de les inciter ou de les contraindre à le faire par de nouveaux mécanismes.

Le plus prometteur à nos yeux serait de créer une nouvelle institution financière européenne chargée d'organiser une meilleure délégation de la gestion d'actifs et instaurant un nouveau partage des risques entre les acteurs du système financier. En effet, si les investisseurs institutionnels ne se placent pas d'eux-mêmes à long terme malgré le potentiel de leur passif, il convient de diriger les capitaux qu'ils ont collectés vers un intermédiaire qui se placera effectivement à long terme. Dotée d'un statut public, cette institution, que nous appelons la « banque partenariale de financement de l'investissement » ou BPFI, émettrait des obligations pour se financer. Ces obligations seraient souscrites par les investisseurs institutionnels parce que la réglementation, soit les y contraindrait (un certain pourcentage de leurs actifs devrait être composé de titres de la BPFI), soit les y inciterait (les titres de la BPFI ne consommeraient pas de fonds propres et bénéficieraient de la garantie publique). Avec cet emprunt « forcé ou incité » auprès des investisseurs institutionnels – système qui pourrait rappeler le fonctionnement des planchers de bons du Trésor longtemps imposés aux banques –, la nouvelle institution disposerait d'une capacité de financement extrêmement importante, pouvant alimenter les projets d'investissement à long terme des entreprises. On peut aussi concevoir que la BPFI bénéficierait d'apports directs des ménages, soit par des livrets d'épargne prévoyant une rémunération garantie contre une immobilisation des fonds, soit par des émissions d'obligations auprès du public, en mettant en avant son utilité sociale. Celle-ci pourrait financer des entreprises par des prêts, des contrats de capital-risque ou encore des prises de participation lors d'émissions d'actions sur le marché primaire.

L'arrivée d'un actionnaire comme la BPFI aurait le mérite de stabiliser l'actionnariat en diminuant le poids dans le capital des actionnaires recherchant la liquidité, stimulant ainsi le redémarrage de l'investissement. Sa gestion partenariale en ferait pour l'Etat un nouveau véhicule au service de la politique industrielle. Sans que les investissements financés ne grèvent le déficit public, elle pourrait développer une stratégie ambitieuse de soutien à différents secteurs jugés prioritaires (infrastructures, industries, transition énergétique, nouvelles technologies...).

Avec une telle institution, le plan initial d'investissements de 315 milliards d'euros de Jean-Claude Juncker pourrait être



financé sans faire appel aux deniers publics et sans compter sur un quelconque effet de levier de 15 (voir encadré ci-dessous). Il suffirait pour cela de modifier le fonctionnement de l'actuelle Banque européenne d'investissement et de mobiliser, par son intermédiation, l'épargne collective longue que les investisseurs institutionnels utilisent majoritairement aujourd'hui pour des placements courts dans lesquels la norme de rentabilité exigée déprime l'investissement. Au niveau de l'Union européenne, seulement 2 % des actifs des investisseurs institutionnels (ou 3 % des actifs des seules compagnies d'assurance) seraient nécessaires pour atteindre les 315 milliards d'euros.

Si la chose est jugée trop aventureuse au niveau européen, il resterait tout de même pertinent de transposer le dispositif au niveau français, en modifiant cette fois le fonctionnement de la Banque publique d'investissement. Au niveau national, 12 % de délégation d'actifs par les seules compagnies d'assurance françaises suffirait à abonder un fonds équivalant aux 315 milliards

Les limites du plan Juncker

Si le plan Juncker constitue une certaine inflexion des politiques européennes (sans toutefois remettre en cause les plans d'austérité), il présente deux limites importantes quant à son financement et son montant. En effet, le président de la Commission européenne table dans son plan sur un arrangement institutionnel particulièrement optimiste en matière de financement. Il prévoit la création d'un fonds européen pour les investissements stratégiques (FEIS) qui ne sera doté que de 21 milliards d'euros, dont 8 seulement correspondent à une injection nette de la Commission (8 autres proviennent de la réaffectation de ressources grâce à des économies sur le futur budget européen et les 5 milliards restants de la Banque européenne d'investissement).

Ces 21 milliards devraient permettre au FEIS de lever 63 milliards sur les marchés financiers (pour tout euro au capital du FEIS, il est attendu un emprunt de 3 euros), qui eux-mêmes serviront de garanties pour obtenir 252 milliards de fonds provenant d'investisseurs privés (pour tout euro apporté en cofinancement par le FEIS, il est attendu un apport de 5 euros du privé). Le plan Juncker s'appuie donc sur un effet de levier de 15.

De plus, aussi impressionnant que le chiffre de 315 milliards puisse paraître de prime abord, il est bien en deçà de ce qui serait nécessaire. La Commission européenne elle-même estime les besoins d'investissement en Europe à près de 400 milliards d'euros par an. Or les 315 milliards du plan Juncker devraient s'étaler sur trois ans, soit 105 milliards par an...

d'euros rêvés par le président de la Commission, charge ensuite à la nouvelle institution d'utiliser ces fonds pour financer des projets d'investissement.

Car il existe bien des projets d'avenir qui ont besoin de financement. La BPFi pourrait soutenir notamment la transition écologique, en finançant les économies d'énergie (rénovation thermique des bâtiments), le transport (recherches d'alternatives au pétrole viables, développement des transports en commun), la production d'énergie propre (éolien, solaire...), etc. Elle pourrait aussi agir en faveur de la transformation sociale : le développement de l'éducation, la santé, la recherche, etc. Le problème de ces investissements est qu'ils ont un rendement social élevé à long terme, mais que leur rendement privé est trop faible pour satisfaire les exigences actionnariales à court terme. Cas classique d'externalités positives avec un rendement social supérieur au rendement privé, qui nécessite une intervention de l'Etat. Puisque l'Etat est empêché de jouer son rôle par la surveillance des déficits publics en Europe et par l'étau de marchés financiers pouvant renchérir le financement de sa dette, la BPFi constituerait une bonne alternative pour œuvrer pour le bien commun à long terme. ■

Bibliographie

Auvray T., Dallery T. et Rigot S.,
« Vers une finance au service
des entreprises »,

présentation au colloque
du Collège des Bernardins
« L'entreprise et les nouveaux
horizons du politique »,
6-8 novembre 2014, www.collegedesbernardins.fr/images/pdf/Recherche/2/recherche12-14/2014-11-06-finance.pdf

**Brossard O., Lavigne S.
et Sakiç M., 2013,**
« Ownership Structures
and R&D in Europe: the Good
Institutional Investors,
the Bad and Ugly Impatient
Shareholders », *Industrial and
Corporate Change*, vol. 22, n° 4.

**Cordonnier L., Dallery T., Duwicquet
V., Melmès J. et Van de Velde F.,**

2013, « A la recherche du coût du
capital », *Revue de l'Ires* n° 79.

Hecht J., 2014, « Is Net Stock
Issuance Relevant to Capital
Formation? Comparing Heterodox
Models of Firm-Level Capital
Expenditures Across
the Advanced and Largest
Developing Economies », *Cambridge
Journal of Economics*, vol. 38, n° 5.

Husson M., 2008, *Un pur
capitalisme*, Page Deux.

Lazonick W. et O'Sullivan M., 2000,
« Maximizing Shareholder Value: a
New Ideology for Corporate
Governance », *Economy and Society*,
vol. 29, n° 1.

Robé J.-P., 1999, *L'entreprise et le
droit*, PUF, coll. « Que sais-je ? ».