

Bruxelles, le 9.4.2013
COM(2013) 150 final/2

LIVRE VERT

LE FINANCEMENT À LONG TERME DE L'ÉCONOMIE EUROPÉENNE

(Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE)

{SWD(2013) 76 final}

1. INTRODUCTION

L'urgence pour l'Europe est de renouer avec une croissance intelligente, durable et inclusive, qui lui permette de créer des emplois et, en s'appuyant sur les domaines dans lesquels elle possède un avantage concurrentiel, de gagner en compétitivité sur les marchés mondiaux.

Pour y parvenir, elle doit répondre à des besoins d'investissement à grande échelle et à long terme, conformément aux priorités établies dans la stratégie Europe 2020¹, la mise à jour 2012 de la communication sur la politique industrielle², l'initiative *Pour une Union de l'innovation*³ et le mécanisme pour l'interconnexion en Europe⁴. L'investissement à long terme est la formation de capital de longue durée, que ce soit sous la forme d'actifs corporels (infrastructures énergétiques, de transport et de communication, infrastructures industrielles et de services, logement, technologies liées au changement climatique et à l'éco-innovation...) ou d'actifs incorporels (éducation, recherche et développement...) qui renforcent l'innovation et la compétitivité. Ces investissements apportent souvent des bénéfices supplémentaires à la société dans son ensemble en assurant la disponibilité de services essentiels et en améliorant le niveau de vie en général, effets qui peuvent également commencer à se manifester à court terme. Outre qu'ils permettent aux entreprises et aux administrations publiques de produire plus avec moins de ressources, de faire face aux nouveaux défis économiques, sociaux⁵ et environnementaux, ils facilitent la transition vers une économie plus durable et renforcent les capacités productives et industrielles de l'économie. Les tendances à l'œuvre en matière de changement climatique et l'épuisement des ressources naturelles rendent encore plus criante la nécessité de mobiliser davantage d'investissements à long terme dans l'énergie à faible intensité de carbone, dans l'utilisation raisonnée de l'énergie et des ressources et dans les infrastructures qui s'y rapportent, si l'on veut atteindre l'objectif politique d'une limitation à moins de deux degrés du réchauffement climatique et du découplage entre la croissance économique et la consommation des ressources.

Pour financer ces investissements à long terme, les administrations publiques et les entreprises, quelle que soit leur taille, doivent pouvoir accéder à un financement à long terme prévisible. La capacité de l'économie à rendre disponibles de tels financements à long terme dépend également de la capacité du secteur financier à mettre effectivement à disposition des utilisateurs et des investissements pertinents, de manière efficace et efficiente, via des marchés ouverts et concurrentiels, l'épargne des administrations publiques, des entreprises et des ménages. Cette mise à disposition peut être soit indirecte, notamment via des banques, des assureurs ou des fonds de pension, soit directe, via les marchés de capitaux. C'est sur ce processus que porte le présent livre vert. Avant de pouvoir mettre à disposition des financements à long terme à un coût raisonnable, l'économie doit créer et attirer de l'épargne. Les politiques publiques peuvent y contribuer par des politiques budgétaires saines, des systèmes fiscaux efficaces et un environnement favorable aux entreprises qui accroît l'attrait de l'économie à l'égard des investissements, y compris étrangers.

¹ Voir http://ec.europa.eu/europe2020/index_fr.htm

² Voir <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0582:FIN:FR:PDF>

³ Voir <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:0546:FIN:FR:PDF>

⁴ Voir http://ec.europa.eu/bepa/pdf/cef_brochure.pdf

⁵ La communication de la Commission intitulée *Investir dans le domaine social en faveur de la croissance et de la cohésion* (COM(2013) 83) souligne la nécessité, pour les États membres, de plus recourir à des approches innovantes dans le financement du secteur social, notamment en y faisant participer le secteur privé.

Le financement à long terme doit être assuré d'une manière telle qu'il accompagne les réformes structurelles et aide à remettre l'économie sur la voie d'une croissance durable. Un tel financement est également nécessaire tout au long de la vie d'une entreprise, que ce soit pour l'aider à démarrer, pour soutenir sa croissance ou pour assurer son développement. Il favorise la transition entre les différentes phases du cycle de vie de l'entreprise. Il faut pour cela connaître les différents instruments et processus financiers, et que ceux-ci soient effectivement disponibles. Il peut également contribuer à financer les exportations et donc à améliorer la compétitivité extérieure. Cette importance du financement à long terme pour la croissance et la création d'emplois a été reconnue au niveau international par le G-20⁶.

La crise financière a réduit la capacité du secteur financier européen à canaliser l'épargne vers les besoins d'investissement à long terme. Enfin et surtout, la crise financière et la faiblesse de la situation macroéconomique actuelle ont fait naître un climat d'incertitude et d'aversion au risque, en particulier dans les États membres soumis à des tensions financières et au niveau des PME. La crise financière a réduit la capacité des banques à prêter à long terme, celles-ci étant contraintes à se désendetter afin de corriger les excès passés. Dans le même temps, la crise a eu une incidence négative sur la confiance et l'appétit pour le risque des emprunteurs et des investisseurs institutionnels.

L'un des principaux enseignements de la crise est que le secteur financier doit être soumis à une régulation et à une surveillance appropriées pour rétablir la stabilité financière et restaurer la confiance dans les marchés. Dans le cadre des mesures politiques d'ordre plus général, il faut veiller à ce que le nouveau cadre réglementaire et de surveillance soit calibré de manière à ce que le secteur financier apporte un appui à l'économie réelle sans pour autant que la stabilité financière soit compromise.

Au-delà de la crise financière, il est important de se demander si en Europe, la dépendance traditionnellement élevée à l'égard de l'intermédiation bancaire pour le financement d'investissements à long terme pourrait se voir remplacée par un système plus diversifié laissant plus de place au financement direct par les marchés de capitaux et à l'intervention des investisseurs institutionnels et des marchés financiers alternatifs. Il ne fait aucun doute que, compte tenu de leurs compétences en matière de gestion des risques, de leur connaissance locale des entreprises et de leur relation avec celles-ci, les banques continueront à jouer un rôle important dans la mise à disposition d'investissements à long terme. Toutefois, il n'est pas certain qu'à l'avenir, les banques commerciales renouent autant qu'auparavant avec la pratique consistant à détenir des actifs à long terme jusqu'à maturité.

Le rôle réduit des banques en matière de prêt à long terme crée de nouveaux besoins et il offre de nouvelles possibilités aux autres établissements financiers et à l'intermédiation par le marché pour le financement d'investissements à long terme. Toutefois, investisseurs institutionnels et marchés ne pourront saisir ces possibilités que si certaines conditions sont remplies. Outre la question du calibrage adéquat du cadre de réglementation prudentielle, nombreux sont ceux qui considèrent que les principes comptables, la manière dont sont effectuées les évaluations comptables ainsi que le comportement des gestionnaires d'actifs créent des coûts supplémentaires et des incitations biaisées. En outre, les marchés des obligations de sociétés, d'actions et de titrisations restent relativement sous-développés en Europe par rapport à d'autres économies, et le financement non bancaire reste largement inaccessible aux PME.

⁶ Voir <http://www.g20.org/news/20130216/781212902.html>

La tâche consistant à garantir l'existence d'une intermédiation effective et efficiente pour le financement à long terme est complexe et multidimensionnelle. L'objet du présent livre vert est de lancer un large débat sur la manière d'accroître l'offre de financement à long terme et de diversifier le système d'intermédiation financière pour l'investissement à long terme en Europe. Comme il ressort des questions de la consultation, ce débat doit tenir compte des spécificités des différents acteurs des marchés financiers et viser à répondre en outre à des questions en lien avec différentes conditions de faisabilité. Les réponses aux questions posées permettront à la Commission d'approfondir l'analyse des obstacles au financement à long terme afin de déterminer quelles mesures politiques pourraient permettre de les surmonter. L'ensemble du processus pourrait déboucher sur différents résultats: ainsi, dans certains domaines, il pourra s'avérer nécessaire d'introduire de nouvelles règles ou de modifier celles en vigueur, alors que dans d'autres, le rôle de l'UE serait de favoriser une meilleure coordination et la promotion des meilleures pratiques, ou de prévoir des mesures spécifiques à certains États membres dans le cadre du semestre européen. Le présent livre vert s'accompagne d'un document de travail des services de la Commission comprenant une analyse plus détaillée des questions sous-jacentes.

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

L'aptitude de l'économie à assurer le financement d'investissements à long terme dépend de sa capacité à générer de l'épargne et à attirer et retenir les investissements directs étrangers (IDE).

Le financement à long terme peut provenir de différentes sources, notamment les administrations publiques, les entreprises et les ménages. Les administrations publiques et les entreprises créent également de la demande de financement à long terme. En Europe, le taux d'investissement et le taux d'épargne, rapportés au PIB, sont tous deux de l'ordre de 20 %, ce qui est un chiffre plutôt bon par rapport à d'autres régions. Mais il ne faut pas pour autant négliger le fait qu'en 2011, le niveau des investissements privés a été nettement inférieur à celui de 2007 et que le recul a été de plus de quatre fois plus important que la baisse du PIB réel sur la période⁷. Confrontés à une situation et à des perspectives macroéconomiques médiocres, épargnants et investisseurs éprouvent de fortes incertitudes, manifestent une grande aversion au risque et perdent confiance. Les effets peuvent en être durables et faire naître des obstacles permanents à la fourniture de financements à long terme, et avoir également des incidences sur la demande:

- **Administrations publiques:** les ressources publiques, provenant des impôts et de l'endettement public, jouent un rôle clé dans le financement des investissements à long terme, étant donné les externalités positives que produisent souvent l'investissement public et ses complémentarités avec l'investissement privé. Les administrations publiques joueront toujours un rôle essentiel en matière de fourniture d'infrastructures et de biens publics, même si l'amélioration de l'efficacité de leurs dépenses par une analyse coûts-bénéfices plus systématique et par un examen plus sélectif des projets reste un défi permanent. En outre, des ressources publiques, sous forme de subventions, sont employées pour apporter un appui à des investissements privés à long terme lorsque des défaillances du marché entraînent des niveaux de financement ou d'investissement privés sous-optimaux. Dans ces cas, les ressources publiques

⁷ Voir McKinsey Global Institute (2012).

ne doivent pas se substituer aux financements privés, mais jouer un rôle de catalyseur et aider à rendre plus gérables les risques associés aux projets.

- **Entreprises:** Les entreprises financent leurs investissements, soit sur leurs propres ressources, soit en faisant appel au système financier. La faiblesse de la demande et les incertitudes du marché ont pesé sur les résultats des entreprises. Dans le même temps, les investissements des entreprises ont connu un déclin encore plus fort, ce qui s'est traduit, dans certains États membres, par une augmentation de l'épargne détenue par les entreprises, notamment les plus grandes – on estime que les positions de trésorerie et d'équivalents de trésorerie de ces dernières ont crû de près de quatre points de pourcentage entre 2009 et 2011⁸. En revanche, de nombreuses PME souffrent d'un manque persistant de liquidités.
- **Ménages:** si les ménages sont la principale source de fonds pour le financement des investissements, ils privilégient l'épargne à court terme. Ainsi, sur la période 2000-2010, ils ont réduit de huit points de pourcentage la part des actions dans leur portefeuille d'actifs financiers⁹. Les ménages préfèrent les placements stables et faciles à liquider et font désormais largement preuve d'une plus grande aversion au risque. Des efforts sont donc nécessaires pour mobiliser davantage l'épargne à long terme ;
- **Financement externe:** traditionnellement, les IDE sont une source importante de financement de projets à long terme. En dépit de la crise, les flux d'IDE en direction de l'UE ont augmenté en 2011, après la forte baisse des années précédentes. Les flux d'IDE ont atteint 242 milliards d'euros en 2011, soit une progression de 13 % par rapport aux niveaux de 2010. Mais il existe d'importantes disparités entre les pays de l'UE.

Les perspectives de croissance à long terme de toute économie dépendent notamment de la capacité du secteur financier d'orienter les sources d'épargne mentionnées ci-dessus vers des **investissements productifs**. Le présent livre vert porte sur les investissements à long terme au sens de la formation d'actifs corporels et incorporels de longue durée. L'accent est donc mis sur le capital productif (par opposition au capital financier), dans un sens analogue à celui utilisé en comptabilité nationale, où l'investissement est défini comme étant la formation brute de capital fixe. La crise financière a eu une nette incidence négative sur la formation de capital productif, et dans de nombreux pays de l'UE, les niveaux d'investissement restent encore inférieurs à ce qu'ils étaient avant la crise. Les investissements dans le capital productif corporel et incorporel sont vitaux si l'on veut assurer le redressement de l'économie européenne; ils constitueront un élément essentiel de toute stratégie de croissance à long terme.

L'accent est mis sur les actifs à long terme (notamment les infrastructures économiques et sociales, les bâtiments, la recherche et le développement, l'éducation et l'innovation), non pas parce qu'ils sont plus importants pour la croissance que les actifs à moindre durée de vie (tels que les ordinateurs, les téléphones portables et les véhicules), mais parce que les montants investis dans les actifs à plus court terme sont fortement procycliques. Ces montants sont actuellement en baisse en raison de la faiblesse des perspectives macroéconomiques en

⁸ Sur la base d'une analyse de l'évolution des positions de trésorerie et équivalents de trésorerie de 170 grandes entreprises européennes non financières notées par Fitch.

⁹ Voir McKinsey Global Institute (2011).

Europe, mais ils devraient augmenter à nouveau dès que l'économie se redressera. Il en va de même pour d'autres dépenses des entreprises du secteur productif telles que les frais de personnel (recrutement) et les achats d'intrants intermédiaires.

La situation est très différente en ce qui concerne les actifs à long terme, qui se caractérisent par la longueur des périodes d'investissement/de construction et qui nécessitent un **financement à long terme**, car ils ne commencent à produire des flux de trésorerie qu'après un laps de temps considérable. Étant donné qu'une part importante du stock de capital productif à long terme est composée d'infrastructures publiques, ce type de capital a traditionnellement joué un rôle stabilisateur pour l'économie – à condition que les pouvoirs publics soient à même de réaliser leurs investissements de manière anticyclique et que le secteur financier, lorsqu'il fournit de fonds destinés à être investis, ait raisonnablement confiance en la situation macroéconomique future, une fois les périodes de construction achevées.

Il n'existe pas de définition unanimement acceptée du financement à long terme. En termes généraux, on peut le décrire comme le processus par lequel le système financier fournit un financement à des investissements qui s'étendent sur une longue période. Dans une telle définition, l'accent est mis sur les différentes caractéristiques du financement à long terme¹⁰. Mais dans le cadre des travaux internationaux sur l'investissement à long terme réalisés sous les auspices du G-20, le financement à long terme est défini de façon plus restrictive, l'accent étant mis sur les échéances de financement supérieures à cinq ans, y compris les sources de financement sans échéance spécifique (par exemple les actions).

Questions:

- 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?

3. AMELIORER LE FINANCEMENT A LONG TERME DE L'ECONOMIE EUROPEENNE

Comme pour tous les types de financement, l'aptitude de l'économie à financer l'investissement à long terme dépend de la capacité du système financier à mettre effectivement ces fonds à disposition des utilisateurs et des investissements pertinents de manière effective et efficiente, par l'intermédiaire de marchés ouverts et concurrentiels. Cette mise à disposition peut être soit indirecte, notamment via des banques, des assureurs ou des fonds de pension, soit directe, via les marchés financiers. Toutefois, une série de facteurs empêchent ces intermédiaires et les marchés financiers de remplir efficacement leur rôle en matière de financement à long terme. Pour certains de ces facteurs, les solutions ne pourront être mises en place qu'à une échéance plus lointaine.

L'un des principaux enseignements de la crise est que le secteur financier doit être soumis à une régulation et à une surveillance appropriées pour rétablir la stabilité financière et restaurer la confiance dans les marchés. L'UE met en œuvre un vaste programme de réformes à cet effet, en complément des réformes plus générales d'ordre budgétaire et économique. Mais si la stabilité financière est nécessaire, elle n'est pas suffisante. Dans le cadre plus général des mesures de réponses à la crise, le nouveau cadre réglementaire et prudentiel doit être calibré,

¹⁰ Cette définition prend notamment en compte les spécificités de l'investisseur, la nature de l'actif, le type de l'intermédiation financière et l'évaluation et la valorisation de l'actif. Pour plus de détails, voir le document de travail accompagnant le présent livre vert.

y compris en matière fiscale, de telle manière que le secteur financier puisse et soit incité à apporter un appui à l'économie réelle, sans pour autant compromettre la stabilité financière.

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:**

- **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.**

3.1. Capacité des établissements financiers à mettre à disposition des financements à long terme

Banques commerciales

Traditionnellement, les banques sont 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.

La crise a mis en lumière les risques liés à l'utilisation excessive du levier et des transformations d'échéances. Ces risques, s'ajoutant au tassement de la demande dans certains pays en récession, ont incité de nombreuses banques à privilégier le désendettement, ce qui a notamment contribué à l'actuelle pénurie de financement à long terme¹¹. Et même une fois ce processus de désendettement arrivé à son terme, la revalorisation des risques à la suite de la crise aura pour effet d'augmenter le coût du capital. Les coûts liés aux instruments de gestion des crises bancaires sont eux aussi susceptibles d'augmenter le coût du capital, même si, bien entendu, la mise en place d'un secteur bancaire plus solvable est extrêmement bénéfique pour la société et l'économie. Les interactions entre banques et dette souveraine et le durcissement de la réglementation ont en outre incité les banques à se replier sur leurs marchés nationaux, ce qui a réduit les financements transfrontières et fragmenté le marché unique, restreignant encore les possibilités de financement et augmentant le coût du capital, en particulier dans les pays qui sont actuellement soumis à des tensions.

Les **règles prudentielles européennes communes applicables aux banques** qui seront mises en œuvre à l'avenir visent à éviter que les excès du passé se reproduisent, à augmenter la résilience des banques à l'égard des risques, à restaurer la confiance et à mettre en place un «règlement uniforme» pour protéger l'intégrité du marché unique. Du point de vue du financement à long terme, la réglementation prudentielle doit prévenir les risques auxquels

¹¹ Ainsi, l'enquête de la BCE sur les prêts bancaires d'octobre 2012 indique que le resserrement net des normes de crédit des banques de la zone euro pour les prêts et les lignes de crédit aux entreprises a augmenté de 15 % en termes nets, contre 10 % au cours du deuxième trimestre de 2012. De même, le volume des nouveaux prêts à long terme a diminué de façon notable au cours de la première moitié de l'année 2012 et leur encours devrait nettement baisser à très court terme.

s'exposent les banques lorsqu'elles affectent des dépôts à court terme au financement de prêts à long terme. En soi, l'imposition de règles limitant la capacité des banques à utiliser des fonds à court terme de cette manière n'entraîne pas nécessairement une réduction des prêts à l'économie réelle. Toutefois, étant donné qu'il y a potentiellement un arbitrage à réaliser entre besoin de limiter la création de liquidités afin d'assurer la stabilité et nécessité de mettre à disposition des financements à long terme pour l'économie réelle, il faudra que les règles correspondantes soient soigneusement calibrées et introduites de manière progressive. Les propositions récentes du comité de Bâle en matière d'exigences de liquidité visent à renforcer la résilience des banques, tout en veillant à ce que les restrictions en matière de transformation des échéances n'aient pas de conséquences imprévues. La Commission a proposé une période de suivi, ainsi qu'une réévaluation du calibrage des paramètres des exigences en matière de liquidité¹².

Autre conséquence de la crise susceptible d'avoir un effet sur la capacité des banques à assurer des financements à long terme: la question de savoir si des réformes supplémentaires portant directement sur leur structure seraient à même de réduire encore la probabilité et l'incidence de défaillances, de mieux assurer la continuité des fonctions économiques vitales et de mieux protéger les clients de détail vulnérables. Le récent rapport du groupe d'experts de haut niveau sur la **réforme de la structure du secteur bancaire de l'UE** expose comment le comportement des banques, au cours des dernières décennies, a entraîné une augmentation disproportionnée des activités purement financières au détriment de celles impliquant un rapport direct avec leurs clients, y compris le financement à long terme des entreprises. Le groupe recommande de limiter et de séparer les activités de trading risquées. La Commission réfléchit actuellement aux suites à donner à ce rapport.

Bien entendu, les banques ne disparaîtront pas de la chaîne d'intermédiation en Europe. Grâce à leurs capacités d'évaluation du risque de crédit, à leur connaissance des entreprises locales et aux liens qu'elles ont tissés avec celles-ci, elles doivent continuer et elles continueront à jouer un rôle important. Mais dans le contexte des évolutions qui ont affecté le secteur bancaire depuis la crise, on assiste à l'émergence de nouveaux besoins et de nouvelles possibilités, pour d'autres intermédiaires, de compléter le rôle des banques en mettant à disposition d'une manière plus équilibrée des financements d'investissements à long terme.

Question:

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?

Banques de développement nationales et multilatérales et incitations financières

Les banques de développement actives tant nationalement qu'internationalement devraient contribuer à catalyser les financements à long terme et accroître l'efficacité et l'efficacités des marchés et des instruments financiers. Alors que certains investissements pourraient apporter une contribution positive nette à la prospérité économique, les défaillances du marché peuvent dissuader les investisseurs de prendre certains risques ou certaines décisions d'investissement. Dans ces cas, les banques de développement nationales et multilatérales peuvent s'avérer utiles pour encourager les financements privés, compte tenu de leurs objectifs particuliers d'intérêt public, notamment la prise en compte de la valeur ajoutée économique, sociale ou environnementale (et non purement financière). Dès lors qu'elles visent à corriger des défaillances connues du marché ces banques peuvent jouer un rôle contracyclique important, notamment en réduisant la volatilité des coûts de financement pour certaines catégories

¹²

Voir http://ec.europa.eu/internal_market/bank/regcapital/new_proposals_fr.htm

d'investisseurs et en faisant contrepoids à la vision à court terme de certains acteurs privés. Il importe en outre que les principes de gouvernance régissant les banques de développement garantissent que celles-ci n'utilisent pas leur avantage en matière de coûts de financement pour se substituer aux financements privés, mais visent au contraire à catalyser les financements privés dans les domaines où ceux-ci peinent à se concrétiser.

L'intervention publique peut être directe ou indirecte, et consister à proposer, seule ou en association avec des agents privés, divers produits de financement. Il peut par exemple s'agir de partager et/ou de garantir des risques¹³, ou encore de réunir les intermédiaires financiers en un réseau¹⁴. Le budget actuel de l'UE prévoit un certain nombre d'instruments financiers européens¹⁵ gérés conjointement par la Commission, la Banque européenne d'investissement (BEI) et le Fonds européen d'investissement (FEI) en partenariat avec les États membres, qui visent à remédier à certaines défaillances du marché et faciliter l'accès au financement, y compris le financement à plus long terme¹⁶. À l'avenir, le cadre financier pluriannuel de l'UE (CFP) recourra de manière accrue à des instruments financiers, ce qui devrait contribuer de manière non négligeable à accroître l'effet des dépenses de l'Union, en démultipliant et en catalysant le financement à long terme d'origine privée. C'est ainsi que pour l'essentiel du CFP, y compris au niveau de tous les instruments structurels de l'UE, le recours à des instruments financiers est autorisé. Pour qu'ils soient efficaces, la Commission, le groupe BEI et les États membres devront établir entre eux un réseau étroit et une collaboration rapprochée.

Il importe également que l'intervention publique ne contribue pas à la fragmentation du marché unique. Pour prévenir une telle évolution, il pourrait être utile de coordonner les actions menées aux échelons national et européen, d'évaluer leur interaction et d'assurer leur contrôlabilité, afin d'accroître la valeur ajoutée qu'offre l'approche européenne. Une coopération renforcée entre les banques de développement nationales et multilatérales, sous l'égide de la Commission et de la BEI, pourrait constituer un moyen d'assurer cette coordination, notamment par un soutien à la création de groupements européens d'intérêt économique pour le financement des projets transfrontières. L'impact des fonds souverains

¹³ Les «produits de pont» (*bridging products*) sont des instruments susceptibles d'atténuer l'aversion au risque des investisseurs et des établissements financiers. Il peut par exemple s'agir de crédits «première perte» ou de rehaussements de crédit mezzanine; ou encore de véhicules spécialisés dans les projets de démonstration en phase de démarrage et à grande échelle financés à la fois par le secteur public et le secteur privé.

¹⁴ Par exemple via le Long Term Investors Club. Voir <http://www.ltic.org/>.

¹⁵ Actions ou capital-risque, garanties ou autres instruments de partage des risques au titre du budget central de l'Union ou du budget des Fonds structurels. Pour plus de détails, voir la communication de la Commission intitulée *Un cadre pour la prochaine génération d'instruments financiers innovants – Plateformes des instruments de capital et de dette de l'UE* (COM(2011) 662).

¹⁶ Par exemple, l'initiative «obligations liées à des projets» et les instruments qui utilisent des ressources provenant des fonds structurels et d'investissement pour fournir des financements par la dette ou par l'émission d'actions ou des financements mezzanine aux PME, aux communes et aux projets d'infrastructure. En 2011, la Commission a proposé un paquet de mesures sur les infrastructures, composé d'un nouvel instrument budgétaire, le mécanisme pour l'interconnexion en Europe, ainsi que des lignes directrices révisées pour les transports, l'énergie et les TIC et un programme pour la compétitivité des entreprises et les PME (Cosme). La Commission et la BEI ont créé deux facilités de financement avec partage des risques, à savoir le mécanisme de financement avec partage des risques (RSFF), pour les entreprises présentent une forte intensité de recherche et d'innovation, et l'instrument de garantie de prêt pour les projets RTE-T, pour les projets dans le domaine des transports. Au titre des fonds structurels pour la période 2007-2013, au moins 10,7 milliards d'euros du budget de l'UE ont été investis jusqu'à présent dans des instruments d'ingénierie financière, principalement par le FEDER pour faciliter l'accès des PME aux financements. Ces fonds seront réinvestis à long terme au bénéfice de l'économie européenne.

étrangers et la possibilité de créer de tels fonds européens ou de renforcer ceux qui existent déjà doivent également être pris en compte.

Questions:

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?

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?

Investisseurs institutionnels

Les investisseurs institutionnels (entreprises d'assurance, d'assurance-vie, fonds de pension, organismes de placement collectif, fonds de dotation...) se fondent sur des modèles économiques à horizon temporel plus long et sont donc des fournisseurs appropriés de financement à long terme. Ensemble, ils détiennent un montant total estimé à 13 800 milliards d'euros d'actifs, soit l'équivalent de plus de 100 % du PIB de l'UE¹⁷. D'autres investisseurs institutionnels, tels que les fonds souverains, les fonds d'infrastructure spécialisés et, dans une certaine mesure, les fonds de capital-investissement privés, remplissent également de plus en plus le rôle de pourvoyeurs de capitaux à long terme. Le capital-risque peut lui aussi fournir des financements à long terme.

Du fait de la longue échéance de leurs passifs, les investisseurs institutionnels sont en principe en mesure d'acquérir des actifs productifs à long terme en vue de les détenir à longue échéance, obtenant ainsi des rendements plus élevés en contrepartie des risques à plus long terme et de la moindre liquidité d'une grande partie de ces actifs. Cette optique à plus long terme permet aux investisseurs institutionnels d'adopter une attitude patiente et contracyclique, limitant le «court-termisme» et la nécessité de procéder à des transformations d'échéances. La nécessité de diversifier leurs placements et la recherche de rendements plus élevés, dans un contexte de taux d'intérêt faibles, ont motivé leur expansion sur le marché du financement à long terme, les incitant à consacrer une partie substantielle de leurs portefeuilles à des formes d'investissement à long terme tels que les actions, le capital-investissement et d'autres actifs illiquides (ainsi, ces dernières années, certains fonds de pension ont-ils investi directement dans des projets à grande échelle dans le domaine des énergies renouvelables).

Dans ce contexte, les investisseurs institutionnels sont, comme les banques, tenus de respecter différentes règles prudentielles et de se conformer aux normes comptables. Les nouvelles règles prudentielles pour les **entreprises d'assurance** (la directive «Solvabilité II»)¹⁸ les obligent à détenir des actifs en rapport avec la nature et la durée de leurs passifs; la détention d'investissements à long terme est alignée sur les fonctions sociales de ces entreprises. Solvabilité II vise à introduire un régime économique harmonisé fondé sur le risque économique et prévoyant la valorisation des actifs à leur valeur économique d'une manière cohérente par rapport au marché. L'incidence des nouvelles règles prudentielles sur la capacité de financement à long terme des assureurs dépendra en partie de leur situation de départ et des modalités exactes du traitement requis pour les actifs à plus long terme. La

¹⁷ Voir Fitch 2011 et EFAMA (2012).

¹⁸ Voir http://ec.europa.eu/internal_market/insurance/solvency/future/index_fr.htm.

discussion a porté essentiellement sur la manière de s'assurer que les exigences de fonds propres appliquées aux actifs à risque ne pèsent pas de manière excessive sur la détention d'actifs à long terme, et qu'il n'y aura pas de réduction des incitations positives que prévoit Solvabilité II pour favoriser la mise en correspondance des passifs à long terme et des investissements à long terme.

C'est pourquoi les services de la Commission ont demandé à l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (AEAPP) de déterminer s'il y a lieu d'ajuster le paramétrage des exigences de fonds propres pour les investissements dans certains actifs dans le cadre du régime Solvabilité II (notamment le financement d'infrastructures, les obligations liées à des projets, le financement de PME; la titrisation de dettes, etc.) afin d'éviter d'entraver les financements à long terme, sans pour autant créer de nouveaux risques prudentiels. La Commission, le Conseil et le Parlement européen ont également discuté de mesures visant à faciliter l'offre de produits d'assurance comportant des garanties à long terme et des investissements de long terme dans le contexte de Solvabilité II. L'AEAPP achèvera l'analyse de ces mesures en juin 2013. Sur la base de ses conclusions, la Commission rédigera un rapport sur les mesures qu'il conviendra d'inclure dans la directive Solvabilité II ou dans les actes délégués qui s'y rattachent.

Les fonds de pension doivent gérer leurs risques de manière à générer les rendements annuels requis pour leurs assurés. Les règles qui s'appliquent à ces entités en matière d'exigences de fonds propres diffèrent selon les États membres. Elles diffèrent en outre de celles applicables aux entreprises d'assurance, afin de tenir compte des risques particuliers auxquels sont soumis les fonds de retraite professionnelle et des ressources financières auxquelles ils sont susceptibles d'accéder. La Commission envisage de réviser la directive concernant les activités et la surveillance des institutions de retraite professionnelle (directive IRP)¹⁹. Cette révision viserait notamment à renforcer la protection des affiliés et à faciliter les activités transfrontières dans ce secteur. Il sera important de veiller à ce que les nouvelles règles prudentielles applicables aux régimes professionnels de retraite ne découragent pas les financements à long terme durables. La révision de la directive IRP devra donc prendre en compte les incidences potentielles sur le financement à long terme et la croissance économique.

Toutefois, au-delà des règles prudentielles, un certain nombre d'autres facteurs structurels affectent la capacité des investisseurs institutionnels à jouer un rôle dans le financement à long terme. Le fléchissement de l'activité économique risque d'avoir un impact durable sur les stratégies de portefeuille à long terme des investisseurs institutionnels, qui pourraient se montrer plus prudents en matière d'investissement. Ainsi, l'exposition moyenne aux actifs d'infrastructure des investisseurs institutionnels reste faible comparée à la part de leur portefeuille consacrée à l'immobilier et aux besoins réels d'investissement dans l'infrastructure. La grande échelle des projets d'investissement à long terme peut par ailleurs susciter l'inquiétude des investisseurs institutionnels en termes de gestion des risques et de diversification. Les fonctions de gestion d'actifs des investisseurs institutionnels non bancaires peuvent en outre ne pas être habituées à traiter des actifs peu liquides car ces tâches étaient auparavant souvent effectuées par les rehausseurs de crédit garantissant ces actifs. En conséquence, certains investisseurs devront développer les compétences requises pour fonder leurs décisions d'investissement.

¹⁹

Voir http://ec.europa.eu/internal_market/pensions/directive/index_fr.htm.

On peut donc envisager des initiatives visant à mettre en commun des ressources financières²⁰ et à structurer des montages financiers en fonction des différentes phases du risque. Il pourrait être utile en la matière de favoriser un dialogue entre investisseurs et entreprises non financières et de diffuser les bonnes pratiques et les études de cas²¹. La Commission s'est déjà engagée²² à présenter des propositions sur les formes que pourraient revêtir les **fonds d'investissement à long terme** (LTIF, long-term investment funds). D'après les premières indications fournies par les parties prenantes, la création d'un nouveau véhicule de type LTIF pourrait faciliter la levée de capitaux dans toute l'Union, par exemple en aidant les investisseurs institutionnels de moyenne et grande taille à investir dans divers projets d'infrastructure. Les LTIF permettraient aux investisseurs institutionnels de diversifier leur portefeuille et de répartir les risques. En outre, les gestionnaires de LTIF pourraient apporter une expertise supplémentaire en matière d'analyse des opérations sous-jacentes, ou de sélection et de gestion des projets d'infrastructure à long terme.

Questions:

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?

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?

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?

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 effets combinés de la réforme de la réglementation sur les établissements financiers

L'UE mène un vaste programme de réformes dans le domaine financier. Lorsqu'on dresse le bilan de toutes les modifications, déjà adoptées ou en cours d'adoption, aux règles prudentielles applicables aux différents acteurs financiers (banques, assurances, institutions de retraite, etc.), la question se pose de savoir si leur effet cumulé sur la formation de capital macroéconomique à long terme n'est pas plus important que la somme des effets de chaque réforme prise isolément. Par exemple, si les banques réduisent leur exposition aux actifs réels à long terme du fait d'exigences de liquidité accrues, les investisseurs institutionnels ayant des passifs à long terme pourraient s'y substituer dès lors que le cadre réglementaire ne met pas un accent excessif sur la volatilité à court terme. Toutefois, l'imposition simultanée d'exigences de liquidité aux différents acteurs des marchés financiers pourrait décourager les investissements dans des

²⁰ Parmi les exemples de propositions de LTIF, on peut citer le Pension Infrastructure Platform au Royaume-Uni, ou l'idée d'un fonds de capital-investissement et de financement d'infrastructures qui serait commun à plusieurs fonds de pension à base régionale.

²¹ Par ailleurs, une table ronde financière a été créée pour identifier les possibilités de mettre au point des instruments financiers innovants et adaptés à l'appui d'actions favorisant une utilisation efficiente des ressources.

²² Voir http://ec.europa.eu/internal_market/smact/index_fr.htm.

actifs moins liquides et donc faire tarir en une seule fois plusieurs sources de financement d'investissement à long terme.

Il est donc impératif d'analyser avec soin les effets cumulés des réformes prudentielles, une tâche à laquelle s'attellent d'ailleurs actuellement des instances réglementaires internationales comme le Conseil de stabilité financière et le groupe des ministres des finances et des banques centrales du G-20. Toute la difficulté est de satisfaire à l'objectif réglementaire d'une plus grande stabilité macrofinancière et d'une convergence réglementaire internationale tout en limitant autant que possible les désincitations au financement d'investissements productifs à long terme.

Question:

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?

3.2. L'efficacité et l'efficience de l'offre des marchés financiers en instruments de financement à long terme

Aux côtés des investisseurs institutionnels, il est indispensable de disposer de marchés et d'infrastructures de capitaux efficaces et d'une profondeur suffisante pour élargir l'éventail des sources de financement à long terme.

Les marchés obligataires européens ont connu un développement remarquable au cours des dernières décennies²³. Toutefois, en Europe, les obligations des sociétés non financières ne représentent encore que 15 % de la dette des entreprises, un chiffre bien inférieur à celui d'autres économies. Dans la pratique, seules les grandes entreprises ont accès aux marchés obligataires européens, rares étant les PME et les entreprises de plus grande taille en mesure de s'y financer. Les marchés européens de la titrisation sont également peu développés par rapport à d'autres régions du monde, ce qui limite encore la gamme d'instruments de financement à long terme disponibles.

La Commission a proposé des réformes visant à améliorer la structure du marché par la création de nouveaux systèmes de négociation, une plus grande transparence et une meilleure information, des exigences renforcées pour décourager les activités de négociation à court terme et spéculatives, et une meilleure protection des investisseurs²⁴. Il faudra déterminer dans quelle mesure ces réformes permettent d'atteindre l'objectif souhaité, à savoir permettre aux marchés de capitaux de mettre à disposition des financements à long terme de manière efficace. Des efforts supplémentaires pourront être requis.

Les **marchés d'obligations sécurisées**²⁵ se sont révélés relativement solides tout au long de la crise. Toutefois, ces marchés restent encore essentiellement nationaux, et une analyse plus poussée sera nécessaire pour déterminer si, et dans quelle mesure, une plus grande harmonisation, qui irait dans le même sens que certaines initiatives privées récentes, pourrait encourager le recours aux obligations sécurisées, tout en tenant compte des préoccupations

²³ Ainsi, l'encours total des titres obligataires émis par des sociétés non financières dans la zone euro se montait à 940 milliards d'euros en juillet 2012, à comparer avec une valeur d'environ 652 milliards d'euros au début de 2008 (source: BCE).

²⁴ Voir http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/mifid_fr.htm.

²⁵ Les obligations sécurisées sont des obligations adossés à des pools de prêts hypothécaires qui restent au bilan de l'émetteur, par opposition aux titres adossés à des créances hypothécaires, où les actifs sont retirés du bilan.

liées à une éventuelle aggravation du phénomène dit d'«encombrement des actifs» (*asset encumbrance*) dans les bilans des banques.

La réorganisation des **marchés de la titrisation** pourrait également aider à dégager de nouvelles sources de financement à long terme. Sous réserve qu'ils soient soumis à une surveillance et à des règles de transparence de l'information appropriées, ces marchés pourraient aider les établissements financiers à libérer des capitaux pouvant ensuite être mobilisés pour des prêts supplémentaires ou être affectés à la gestion des risques. Parmi les initiatives privées visant à stimuler les marchés de la titrisation, on peut notamment citer les labels de qualité distinguant les titrisations de grande qualité, transparentes et normalisées. Il existe un potentiel pour des produits de titrisation fondés sur des structures claires et sans levier et sur des actifs sous-jacents bien choisis, diversifiés et à faible risque. Les marchés spécialisés, destinés aux PME, notamment, ainsi que de la nécessité d'élaborer des règles et une surveillance prudentielle adéquates sont des questions qui méritent considération. On pourrait en outre accorder une attention particulière aux produits liés à des secteurs spécifiques.

Il n'a jamais existé à proprement parler de marché d'**obligations liées à des projets**²⁶ pour l'UE dans son ensemble. La Commission, en collaboration avec la BEI, a commencé à combler cette lacune par son initiative «emprunts obligataires pour le financement de projets», une approche s'appuyant sur les marchés financiers et destinée à remédier aux problèmes d'imperfections du marché et de qualité du crédit. Cette initiative vise à montrer qu'il est possible de financer des projets d'infrastructures par des obligations, l'objectif ultime étant la mise en place d'un marché liquide des obligations de projets. Son échelle est modeste pour le moment, mais les acteurs du marché développent eux aussi différents produits, outils et plateformes d'investissement pour stimuler les marchés d'obligations de projets. Il pourrait être utile de réfléchir à la manière de promouvoir davantage le recours aux obligations de projets, en tenant également compte de l'évaluation intermédiaire prévue pour initiative²⁷.

Par ailleurs, nombreux sont ceux qui font valoir que l'économie, les entreprises et les projets d'investissement devraient être davantage financés par des **actions** plutôt que par la dette. Les actions peuvent constituer un meilleur instrument de financement pour les investissements risqués et à long terme, ainsi que pour ceux présentant une asymétrie d'information et un aléa moral importants. Les incertitudes macroéconomiques et la faiblesse des taux d'intérêt consécutives à la crise ont pu avoir une incidence négative sur la demande des entreprises et l'appétit pour le risque en ce qui concerne la détention d'actions à long terme. Aussi les investisseurs ont-ils plutôt cherché refuge dans obligations d'État présentant une bonne signature. Parallèlement, les possibilités d'introduction en bourse sont plus limitées que jamais, restreignant l'accès des entreprises aux capitaux, les bourses européennes jouant de plus en plus le rôle de pourvoyeuses de liquidités plutôt que de capitaux frais. Dans l'ensemble, le coût des capitaux propres est resté élevé, tandis que le coût du financement par la dette a diminué. Il existe donc en Europe un déficit de financement par capitaux propres, qui risque de ne pas être résorbé de sitôt. Ces évolutions semblent avoir eu un impact plus sensible sur les entreprises de taille moyenne. La politique et la régulation publiques doivent

²⁶ Les obligations de projets sont des dettes privées émises par une entreprise («entreprise de projet») pour financer un projet hors bilan spécifique.

²⁷ Cette réflexion pourrait notamment porter sur les aspects suivants: a) la normalisation et la labellisation d'obligations de projets émises par des entreprises de projet au sein de l'Union européenne; b) la nécessité de créer un cadre réglementaire spécifique; et c) l'analyse de la nécessité et de l'intérêt de favoriser le développement d'un marché d'obligations de projets (par exemple via une plateforme de négociation). De manière analogue, les obligations de projets pourraient être étendues aux obligations «vertes» et aux obligations de projets spécifiques de démonstration industrielle, y compris des projets de démonstration industrielle commerciaux pionniers.

influer le moins possible sur le choix opéré par les agents privés entre financement par actions et financement par la dette (voir par exemple ci-dessous en ce qui concerne la fiscalité des entreprises).

Questions:

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

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?*

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?*

3.3 Facteurs transversaux favorisant l'épargne et le financement à long terme

Différents autres facteurs, plus transversaux, ont aussi une incidence sur l'investissement à long terme et doivent également être pris en considération, en raison de leur effet potentiel tant sur la fourniture que sur l'intermédiation de financements à long terme.

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

Certains États membres ont également pris des mesures pour favoriser l'épargne longue et les décisions des ménages en matière d'investissements. Des systèmes de participation automatique aux régimes de retraite ont été créés dans certains pays. D'autres ont mis en place des comptes d'épargne spécifiques²⁸ destinés au financement de projets d'investissement à long terme qui offrent un rendement fixe garanti par l'État et, dans certains cas, des avantages fiscaux. Les fonds recueillis sur ces comptes sont ensuite investis dans des biens publics tels que des hôpitaux, des logements sociaux ou des universités. À plus long terme, il peut être utile de déterminer si la **mise en place de véhicules spécifiques au niveau de l'UE**, plus

²⁸

Par exemple le Livret A en France, le *libretti postali* en Italie ou le *Bausparvertrag* (épargne contractuelle utilisée pour le financement du logement) en Allemagne.

directement liés à des objectifs sociaux généraux, serait de nature à mobiliser plus d'épargne à long terme. Ce modèle nécessiterait d'être adapté pour être applicable à l'échelon de l'UE.

Les méthodes de valorisation, les principes comptables et les stratégies mises en œuvre par les gestionnaires d'actifs sont également souvent citées en tant que facteurs qui compliquent la chaîne d'intermédiation, augmentent ses coûts et créent des incitations biaisées, telles que celles qui résultent de la préférence donnée à la spéculation et au court-termisme, qui s'explique aussi par le fait que l'investissement à long terme est perçu comme plus risqué et moins rapidement rentable.

Question:

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?

Fiscalité

La structure et le niveau de la fiscalité peuvent avoir une incidence sur les décisions d'investissement et d'épargne, et donc sur la croissance. D'une manière générale, les régimes fiscaux doivent être conçus de manière à biaiser le moins possible les décisions économiques des ménages et des entreprises, à moins qu'ils ne visent à compenser des externalités découlant de défaillances du marché spécifiques et bien définies.

- **Fiscalité et investissements:** L'impôt sur le revenu des sociétés est l'un des nombreux paramètres qui influent sur les décisions en matière de niveaux d'investissement, et sur la manière dont est effectué son financement. Dans la plupart des États membres, on constate ainsi que les régimes fiscaux tendent à favoriser l'endettement par rapport aux capitaux propres, les entreprises étant incitées à s'endetter parce que les paiements d'intérêts sont généralement fiscalement déductibles, contrairement à la rémunération du capital. Une assiette fiscale bien conçue qui réduit le biais en faveur de l'endettement pourrait en outre réduire la vulnérabilité des entreprises à des contractions à court terme de l'offre de crédit. Rares sont toutefois les États membres qui ont entrepris des réformes visant à éliminer ce biais. Il pourrait donc être utile de mener dans l'ensemble de l'UE de nouvelles discussions sur l'opportunité de concevoir une assiette de l'impôt des sociétés qui soit neutre à l'égard de la méthode de financement;
- **Fiscalité et épargne:** La fiscalité de l'épargne a un certain nombre de retombées économiques importantes. Elle a notamment une incidence sur le volume total de l'épargne dans l'économie, influant par là même sur l'allocation des capitaux et sur l'investissement. Les politiques fiscales dans ce domaine doivent donc être conçues avec soin. De nombreux États membres ont déjà mis en place diverses d'incitations en faveur de l'épargne (à long terme), notamment en vue de la retraite. En outre, de nombreux États membres appliquent un double système d'imposition sur le revenu consistant à taxer séparément, et à un taux moindre, les revenus du capital par rapport aux autres sources de revenus ;
- **Incitations fiscales:** Les incitations fiscales sont souvent considérées comme des instruments destinés à encourager certains types d'investissement; une réduction fiscale peut être justifiée lorsque le rendement social de l'investissement est supérieur au rendement privé de l'investisseur et que, de ce

fait, les niveaux d'investissement sont inférieurs à l'optimum social (par exemple en matière de R&D ou compte tenu de questions environnementales). Si le recours aux incitations fiscales peut donc se justifier, celles-ci peuvent néanmoins alourdir la charge administrative en augmentant le nombre d'exemptions ou de règles à appliquer. Par ailleurs, dans certains cas, la multiplication des règles nationales différentes peut créer des possibilités d'arbitrage.

Questions:

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?*

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?*

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?*

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

Principes comptables

La comptabilité n'est pas neutre: elle façonne les décisions économiques: les normes et mesures comptables (les normes IFRS, par exemple) constituent un langage commun aux entrepreneurs, aux investisseurs et aux pouvoirs publics qui renforce la confiance et contribue à la sécurité. De ce fait, elles doivent concilier différents points de vue: celui de l'intérêt économique et celui de l'intérêt financier et de l'investisseur. La **comptabilité à la juste valeur** peut améliorer la transparence et la cohérence de l'information financière en faisant apparaître la valeur de marché des actifs et des passifs et en fournissant des informations sur la situation financière relative de différentes entités. Mais elle peut également nuire à la stabilité et au financement à long terme. Par exemple, certaines recherches montrent que les investisseurs réduisent la part des actions dans leurs portefeuilles d'investissements, celles-ci étant considérées comme plus volatiles et plus risquées que les obligations. Selon d'autres études, une valorisation aux prix du marché peut inciter les investisseurs à long terme à accroître leur exposition au risque dès lors que la volatilité est comptabilisée en dehors de leur compte de résultat. Il pourrait donc être indiqué de déterminer si ces normes sont adéquates en ce qui concerne l'investissement à long terme. Dans ce contexte, il serait utile de concevoir des méthodes conciliant exactitude des informations fournies aux investisseurs et incitation à détenir et à gérer des actifs à très long terme.

Question:

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?*

Gouvernance des entreprises

La manière dont les actifs sont gérés peut jouer un rôle important en matière de financement à long terme, car elle peut aligner les incitations des gestionnaires d'actifs, des investisseurs et des entreprises sur les stratégies à long terme, et réduire ainsi les incidences potentielles liées au court-termisme, à la spéculation et aux relations d'agence. Des règles sont déjà en place en matière d'obligations fiduciaires, de conflits d'intérêts, de rémunérations, d'exercice des droits de vote et de divulgation des coûts, ainsi que de fourniture de services de conseil en investissement et de gestion de portefeuille²⁹. D'autres pistes sont évoquées dans le **plan d'action «droit européen des sociétés et gouvernance d'entreprise»**³⁰, notamment celle d'une éventuelle modification de la directive sur les droits des actionnaires. Des mesures supplémentaires peuvent être envisagées, y compris un examen plus approfondi de la structuration des incitations des gestionnaires d'actifs afin de mieux tenir compte des considérations à long terme et de leur imposer une plus grande transparence dans l'exécution de leurs obligations professionnelles. Par ailleurs, certaines suggestions visant à favoriser l'engagement à plus long terme des actionnaires ont été mises en avant. Elles pourraient être approfondies, par exemple par une analyse des options consistant à augmenter les droits de vote ou les dividendes des investisseurs à long terme.

Questions:

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

Obligations d'information

Des analyses récentes montrent l'existence d'une demande croissante de la **publication d'informations non financières** par les entreprises. Des études semblent indiquer que les entreprises qui gèrent de manière proactive les aspects de leur fonctionnement liés à leur viabilité présentent systématiquement un coût du capital moindre et tendent à offrir de meilleures performances que leurs concurrents sur le long terme. Des obligations d'information trop générales peuvent s'avérer insuffisantes pour soutenir la prise de décisions concernant les investissements à long terme. Aussi la Commission travaille-t-elle à l'élaboration d'un cadre plus rigoureux en matière de publication d'informations non financières. Il peut également être utile d'examiner la question de la publication d'informations non financières par les gestionnaires d'actifs et par les propriétaires, y compris en ce qui concerne la manière dont la gestion du portefeuille prend en compte certains risques et incidences liés aux questions de viabilité. Par ailleurs, nombreux sont ceux qui considèrent que l'obligation de **présentation trimestrielle de rapports** envoie de mauvais signaux, en incitant les acteurs du marché à se concentrer sur les résultats à très court terme. Dans le cadre

²⁹ Voir http://ec.europa.eu/internal_market/investment/ucits-directive/index_fr.htm et http://ec.europa.eu/internal_market/investment/alternative_investments/index_fr.htm.

³⁰ Voir http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/121212_company-law-corporate-governance-action-plan_fr.pdf.

du réexamen de la directive sur la transparence³¹, la Commission a proposé de supprimer cette obligation.

Les **benchmarks** et les **notations de crédit** peuvent également inciter à se concentrer sur des échéances annuelles ou courtes. La Commission a proposé de renforcer les règles pour réduire la dépendance à l'égard des notations traditionnelles. Un accord politique à ce sujet prévoyant plusieurs réformes législatives a été trouvé en novembre 2012³². Le développement de systèmes de mesure et de notation qui permettent de concilier perspective à long terme et responsabilité à court terme pourrait offrir un outil précieux les investisseurs institutionnels.

Questions:

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?

25) Serait-il utile d'élaborer des benchmarks «long terme» spécifiques?

3.4 Facilité d'accès des PME aux financements bancaires et non bancaires

Les petites et moyennes entreprises (PME) existantes sont potentiellement capables de soutenir la croissance future, mais elles ont des difficultés à accéder aux fonds qui leur permettraient de se développer, difficultés que le désendettement auquel procèdent les banques, dont elles dépendent, n'a fait qu'accroître. En outre, elles font face désormais à des marchés financiers fragmentés dans l'UE, les accès aux financements variant considérablement selon les pays.

Cette moindre disponibilité des financements bancaires a déjà incité les pouvoirs publics à adopter des mesures visant à promouvoir le développement de canaux autres que bancaires pour le crédit aux PME. En 2011, la Commission a adopté un plan d'action pour lutter contre les problèmes de financement que rencontrent les PME³³. Un accord a déjà été trouvé sur certaines initiatives, notamment sur les nouveaux cadres européens en matière d'investissement dans le capital-risque et dans les fonds d'entrepreneuriat social. Certaines initiatives politiques visant à faciliter l'accès des PME aux marchés d'actions ont également été lancées. Toutefois, d'autres propositions législatives liées à ce plan d'action n'ont toujours pas été adoptées. Ont également été présentées des propositions visant à autoriser les opérateurs de systèmes multilatéraux de négociation de s'enregistrer sous la dénomination «marché de croissance des PME», et à instaurer un régime proportionné réduisant la charge et les coûts administratifs des PME qui souhaitent accéder aux marchés de financement³⁴. Parallèlement, plusieurs marchés existants, dont ceux des titres garantis par des actifs (*asset finance*) et du financement de la chaîne d'approvisionnement (*supply chain finance*) se sont développés, et on constate par ailleurs l'émergence d'innovations financières faisant appel aux technologies et à l'internet, telles que le financement participatif (*crowdfunding*).

Ces mesures pourraient néanmoins s'avérer insuffisantes pour remédier aux difficultés rencontrées par les PME en matière d'accès aux financements. Des mesures supplémentaires pourraient être envisagées, et notamment:

³¹ Voir http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/modifying-proposal/20111025-provisional-proposal_fr.pdf.

³² Voir http://ec.europa.eu/internal_market/rating-agencies/index_fr.htm

³³ Voir http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/files/com-2011-870_en.pdf.

³⁴ Voir http://ec.europa.eu/internal_market/securities/prospectus/index_fr.htm

- **le développement du capital-investissement.** Le secteur du capital-risque manque de ressources et il est soumis à l'influence de la régulation prudentielle qui s'applique au secteur de la banque et de l'assurance. Les fonds de fonds pourraient être des instruments efficaces pour accroître le volume de capital-risque. Un fonds de garantie pour les investisseurs institutionnels pourrait réduire encore les contraintes que subit ce marché;
- **le développement de marchés et de réseaux spécifiques pour les PME.** Les fonds de capital-risque sont tributaires de places boursières performantes spécialisées dans les PME qui leur permettent de liquider leurs investissements via des introductions en bourse. On pourrait notamment envisager pour les PME une approche distincte qui irait au-delà de la proposition actuelle de directive MiFID II, et prévoirait le développement de règles comptables qui s'appliqueraient spécifiquement aux PME cotées et aux nouvelles plates-formes de négociation. Des marchés spécialisés dans les PME pourraient contribuer à accroître leur visibilité, attirer de nouveaux investisseurs et favoriser le développement de nouveaux instruments de titrisation pour PME. La mise en place de cadres pour des réseaux d'entreprises pourrait permettre la mise en commun de fonds par les PME, le partage des risques, la mutualisation et la diversification, améliorant ainsi leur accès aux financements;
- **le développement de nouveaux instruments de titrisation pour les PME.** La Commission a déjà mis en place un instrument de titrisation des PME et elle a proposé de continuer à apporter son appui à la titrisation via le programme COSME. En outre, les véhicules de crédit structuré satisfaisant aux critères en matière d'investissement industriel d'intérêt européen pourraient se voir attribuer des labels européens. Compte tenu des différences importantes entre secteurs industriels ainsi qu'entre cycles d'investissement, il y aurait lieu de différencier ces instruments;
- **l'élaboration de normes pour la notation de crédit des PME** pourrait aider à remédier au manque d'informations fiables sur les PME et à la difficulté, pour les investisseurs potentiels, d'évaluer leur solvabilité. L'élaboration de normes de qualité minimales pour l'évaluation externe des PME et des entreprises de plus grande taille pourrait également faciliter leur accès aux financements, y compris transfrontières, et accroître l'intégration des marchés ;
- **le développement ou la promotion de sources de financement «non traditionnelles»**, telles que le crédit-bail, le financement de la chaîne d'approvisionnement ou le financement via internet (financement participatif). Une réflexion plus approfondie est nécessaire pour faire en sorte que ces marchés connaissent une croissance viable et les doter d'un cadre réglementaire approprié.

Questions:

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?*

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?*

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?*

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?*

Question:

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

4. PROCHAINES ETAPES

Sur la base des résultats de la présente consultation, la Commission réfléchira aux actions futures qu'il conviendra de mener. Sauf demande expresse de confidentialité, les réponses reçues seront publiées sur le site web de la Commission, qui publiera en outre une synthèse des résultats de la consultation.

Les parties intéressées sont invitées à envoyer leurs commentaires avant le 25 juin 2013 à l'adresse électronique suivante: markt-consultation-long-term-financing@ec.europa.eu