

## LIVRE VERT DE LA COMMISSION EUROPEENNE SUR LE FINANCEMENT A LONG TERME

### SYNTHESE DE LA REPONSE DE L'AFEP

La Commission européenne (CE) a publié en mars 2013 un livre vert sur le financement à long terme de l'économie européenne, qui était soumis à consultation jusqu'au 25 juin 2013.

Dans un contexte où l'économie européenne est confrontée à des besoins d'investissement à long terme considérables, l'objet du livre vert est d'accroître la disponibilité des financements à long terme en surmontant les obstacles identifiés. A la suite de la consultation, plusieurs mesures, de nature législative ou non législative, pourraient être prises : régulation, renforcement de la coordination, promotion de meilleures pratiques...

Dans sa réponse, l'Afep fait ressortir les points clés suivants :

1. **Le financement de l'investissement productif doit être une priorité absolue pour l'Union européenne (UE).** Il constitue **un fer de lance de la croissance de demain**. Seule son optimisation permettra de consolider les positions de l'UE au plan mondial ;
2. Les règles prudentielles et l'importance des besoins de financement conduisent à **envisager des canaux et instruments de financement alternatifs au financement bancaire** : marchés financiers, placements privés, financements intermédiés non-bancaires.
  - . **L'objectif général de stabilité ne serait pas atteint** et les circuits actuels de financement à long terme seraient affectés, **si les réformes prudentielles menées dans l'UE défavorisaient les investisseurs de long terme** – compagnies d'assurance et fonds de pension, notamment – **et l'intermédiation bancaire**, par rapport à des investisseurs de court terme et à des acteurs non régulés, ou encore par rapport à des acteurs non européens ;
  - . **un recours accru sur marchés financiers suppose qu'ils soient recentrés sur le financement de l'économie et des horizons à plus long terme ;**
  - . **l'adossement de ressources longues à des besoins de financement à long-terme doit être recherché**, mais ne peut être que partiellement assuré : en conséquence, **la liquidité des marchés secondaires actions et obligations doit être assurée et la fonction de transformation de passifs courts en actifs longs préservée**, notamment dans le cadre des projets en cours (réforme de la structure bancaire de l'UE, taxe sur les transactions financières / TTF, mise en œuvre des ratios de liquidité de B III).
3. Compte tenu de ressources contraintes et des règles prudentielles, il est pertinent de diversifier et de développer certains canaux ou instruments de financement adaptés à des investisseurs de long terme, ou encore d'en faciliter l'utilisation. Cependant le développement de modes alternatifs s'accompagne d'une multiplication des centres de décision, qui peut conduire à ne pas financer, ou à financer trop tardivement, des projets stratégiques pour l'UE ;
4. Dans ce contexte, la bonne **allocation des ressources** constitue un facteur clé de réussite pour l'UE. L'accent doit être mis sur les **investissements productifs dans l'industrie et les services, et de moins en moins sur la dette publique et l'immobilier**<sup>1</sup> ; le financement à court terme de projets ou d'activités stratégiques pour l'économie européenne doit aussi être assuré. Pour assurer leur rentabilité, les investissements doivent en outre répondre aux besoins structurels de la population et des entreprises ;

---

<sup>1</sup> Hors économies d'énergie.

5. **Les pouvoirs publics – nationaux et européens – ont pour responsabilité essentielle de replacer l'économie dans une dynamique de croissance durable et de résorber le décalage structurel entre offre de financement et besoin d'investissement productif à long terme.** A partir d'une vision prospective de l'UE, il s'agit notamment de définir des politiques, de prioriser et sélectionner des projets d'investissement d'avenir, et de faire en sorte que ces
6. projets soient financés de manière adéquate et coordonnée. Ceci passe par **trois axes politiques majeurs** :

**5.1 Restaurer les fondamentaux économiques pour attirer les liquidités** : les **finances publiques** doivent être assainies, la compétitivité et la **capacité d'autofinancement des entreprises** restaurées, notamment par une baisse des prélèvements obligatoires (toute aggravation supplémentaire doit être évitée, par exemple, par une TTF). L'autofinancement constitue le **point de départ obligé** d'un cercle vertueux de financement / investissement ;

**5.2 Adapter, puis stabiliser, l'environnement législatif et réglementaire / Coordonner les politiques fiscales.** Après de nécessaires améliorations, la stabilisation des textes doit donner plus de visibilité aux investisseurs et faciliter l'accès des entreprises aux marchés :

- la **législation relative aux marchés d'instruments financiers** et certaines dispositions du **droit des sociétés** doivent se focaliser davantage sur le financement de l'économie, sur des horizons de moyen et long terme et la stabilisation de l'actionnariat ; il convient notamment d'assurer la transparence des marchés et de circonscrire les transactions à court terme hautement spéculatives. Les textes relatifs à l'**information des investisseurs** doivent mieux refléter les modèles économiques des entreprises et être simplifiés, sans ajouter de nouvelles obligations (reporting intégré notamment) ; à cette fin, en particulier, la capacité de l'UE d'influencer le processus de normalisation comptable internationale doit être renforcée ;
- la **fiscalité** de l'épargne doit permettre d'orienter celle-ci en priorité vers les investissements productifs à long terme et prendre en compte la nécessité de rémunérer les prises de risques. Il paraît particulièrement utile de coordonner les politiques fiscales, d'éviter les distorsions intra-européennes et de tenir compte des meilleures pratiques, pour atteindre cet objectif au niveau de l'UE.

**5.3 Définir et mettre en œuvre une politique économique et industrielle européenne**

- La **politique économique**, qui doit s'appuyer sur des outils de suivi et de pilotage, **doit** s'intéresser non seulement aux financements, mais aussi à l'investissement, et **se doubler** dès lors **d'une véritable politique industrielle<sup>2</sup>**, associée à un potentiel important de recherche et développement et d'innovation. **L'Europe ne peut pas être une zone monétaire dépourvue de toute stratégie d'investissement.**
- Dans ce sens, il est essentiel de soutenir et de **mettre en œuvre les initiatives visant à doter le plus grand nombre d'Etats membres d'un gouvernement économique et d'une orientation économique commune, et visant à mieux coordonner les politiques, y compris fiscales et sociales.** Il y a notamment un intérêt fort à parvenir à des règles harmonisées concernant l'accès aux financements, la fiscalité de l'épargne et la fiscalité relative aux investissements et aux financements des entreprises.
- **L'accord intervenu à l'été 2012 sur un nouveau « pacte européen pour la croissance et l'emploi »** marque une **volonté commune que les autorités politiques doivent désormais impérativement traduire en actes concrets.** En particulier un calendrier pluriannuel précis devrait détailler les orientations que les Etats souhaitent suivre.

---

<sup>2</sup> La notion de politique industrielle vise l'ensemble des activités économiques des entreprises privées.

## NOTE DETAILLEE

Les entreprises se félicitent de ce que la Commission européenne ait pris l'initiative d'une grande réflexion sur le financement à long terme, au travers de son livre vert d'avril 2013. Cette réflexion constitue une **opportunité exceptionnelle pour asseoir, autour d'enjeux stratégiques, une approche macro-économique et prospective de l'Union européenne.**

### 1. CONTEXTES EUROPEEN ET MONDIAL

Le livre vert s'inscrit, en Europe, dans un contexte de **crise persistante** et de conjoncture économique difficile où les entreprises, comme les institutions financières et les Etats, souvent fortement endettés, cherchent des financements aux meilleures conditions. **Les besoins de financement européens pour les années à venir sont considérables<sup>3</sup> et font de l'accès aux financements une priorité absolue pour l'Union européenne (UE).**

Fondamentalement, cette réflexion s'inscrit dans un contexte mondial marqué par un **changement de paradigme**, caractérisé par quelques facteurs clés : a) des **différentiels de coûts et de croissances économique et démographique** importants, au détriment de l'Europe ; b) des **capacités financières très contrastées** : liquidités abondantes dans les économies émergentes et niveaux élevés d'endettement public dans de nombreux Etats membres ; c) **une concurrence croissante**, non seulement dans les domaines innovants, mais aussi dans l'accès à l'énergie, aux matières premières et aux financements.

Malgré ses handicaps, l'UE dispose d'**atouts** majeurs sur lesquels il est encore possible de s'appuyer : système politique stable ; produit intérieur brut élevé ; capacité exportatrice importante à l'échelle de l'UE ; bonne capacité de recherche et développement ; main d'œuvre qualifiée ; niveau encore élevé d'épargne des ménages, système financier développé...

### 2. LES ENJEUX ET LES TERMES DE L'EQUATION POUR L'UNION EUROPEENNE

Pour l'UE, la priorité stratégique à long terme est de **conserver et de consolider sa place au niveau mondial**, en mettant en place, à court terme, une **dynamique vertueuse** pour la croissance et l'emploi. **Cela suppose que l'UE et ses entreprises soient porteurs de projets d'avenir, compétitives et attractives pour les investisseurs**, européens ou internationaux. Cela suppose aussi de **favoriser l'émergence d'entreprises européennes de dimension mondiale.**

A cet égard, **le financement de l'investissement productif<sup>4</sup> est un fer de lance indispensable** de la croissance et de l'emploi de demain. Pour autant, **la vision et la réflexion, si elles doivent se référer au long terme, doivent aussi être stratégiques** et axées sur le maintien ou le développement de secteurs ou d'activités clés pour l'économie européenne : **l'intérêt de l'UE passe aussi par le financement à court terme de projets stratégiques.**

---

<sup>3</sup> A titre indicatif, selon une étude de Standard & Poors publiée en mai 2013, les besoins des sociétés non financières de la zone euro devraient atteindre entre 8,3 et 8,56 trillions de dollars pour la seule période 2013-2017. Ces chiffres, non représentatifs des seuls besoins de financement à long terme, en donnent cependant un ordre de grandeur.

<sup>4</sup> Investissement productif dans l'industrie et les services.

### 3. LES CONDITIONS DE REUSSITE POUR L'UNION EUROPEENNE

Les conditions de réussite pour l'UE s'ordonnent autour de quatre axes :

1. les modes et moyens de financement ;
2. l'environnement législatif et réglementaire ;
3. les investissements et le processus d'allocation des ressources ;
4. les axes politiques.

Si les deux premiers points, concernant les financements sont au cœur du livre vert, les deux autres y sont en revanche peu abordés. Or **les besoins de financement européens étant considérables et les ressources limitées, il convient d'organiser l'allocation de ces ressources aux activités les plus porteuses d'avenir** et, plus largement, les moyens, au niveau de l'UE, d'assurer la cohérence d'ensemble des orientations et d'organiser au mieux le suivi et le pilotage des besoins et des ressources.

Nous revenons ci-après sur les quatre axes cités :

#### 3.1. Les modes et moyens de financement

Le livre vert prend acte des réformes prudentielles, adoptées ou en cours, et met en avant des instruments de financement **alternatifs** aux financements bancaires. Dans un contexte de **déficit structurel de financement à long terme**, il ne fait aucun doute que la **diversification** des modes et moyens de financement est **utile** aux entreprises et qu'**il est pertinent de faciliter l'utilisation ou d'encourager le développement de certains instruments ou canaux de financement adaptés à des investisseurs de long terme** : obligations d'entreprises, obligations sécurisées (covered bonds), emprunts obligataires pour le financement de projets (project bonds), fonds d'investissement à long-terme, placements privés.... Certains systèmes existants (Pfandbriefe, Schuldscheine, USPP) peuvent à cet égard constituer des références pour la **définition d'un cadre juridique européen adapté**.

Pour autant, **cela ne suffit pas : plus fondamentalement, il y a lieu de mieux adapter le cadre général européen aux impératifs du long terme, en prenant en compte les 5 facteurs suivants, de manière combinée, plutôt que séparée** : a) la **stabilité** ; b) l'**équité des règles** ; c) la nécessité de financer des **actifs longs** ; d) l'**adossement** de passifs longs ; e) la nécessité d'une **transformation** de passifs à court terme en actifs à long terme **et / ou** le besoin de **liquidité**.

Si l'on comprend bien l'objectif de stabilité financière des réformes prudentielles, il faut aussi tenir compte de leurs **effets contrastés** sur l'ensemble du système de financement à long terme, et donc sur l'économie en général. **A partir des 5 facteurs indiqués, plusieurs axes nous paraissent dès lors devoir être suivis** :

- a) **les réformes prudentielles menées en Europe ne doivent pas défavoriser l'intermédiation bancaire et les investisseurs de long terme — compagnies d'assurance et fonds de pension, notamment —, par rapport à des investisseurs de court terme et à des acteurs non régulés, notamment des acteurs du système bancaire parallèle (SBP). A défaut, l'objectif général de stabilité ne serait pas atteint** et les circuits de financement à long terme seraient sévèrement et durablement affectés ;
- b) **le cadre législatif et réglementaire européen ne doit pas défavoriser les investisseurs de long-terme de l'UE par rapport à des acteurs situés en dehors**. Or, l'absence d'application, ou l'application partielle ou tardive, de règles équivalentes à l'extérieur de l'UE handicapent les acteurs de l'UE. En outre, les règles applicables dans l'UE compliquent le financement à long-terme de son économie, **notamment par une insuffisante prise en compte des modèles économiques et des exigences fortes de liquidité**. Ainsi, par exemple, les Etats-Unis diffèrent l'application de Bâle III et n'adoptent pas les IFRS ; les exigences de Solvabilité II restent cantonnées à l'UE. Dans ce contexte, le calendrier de mise en œuvre de Bâle III dans l'UE et le calibrage de ses exigences prudentielles sont essentiels pour éviter une spirale récessive ;

- c) **les besoins de financement à long terme des sociétés non financières de l'UE sont considérables. Les prises de risques entrepreneuriaux sont indispensables au développement à long terme et doivent être soutenues.** Il est dès lors **impératif de combler le déficit de financement en capital, de ne pas pénaliser l'endettement bancaire long et de faciliter le recours aux obligations.** Plusieurs principes doivent guider les actions dans ce domaine : ne pas pénaliser les placements à long-terme dans les règles prudentielles<sup>5</sup> ; faciliter l'accès aux marchés obligataires (création de plateformes dédiées aux obligations d'entreprise, souscription directe par des investisseurs de détail, organisation de la liquidité...); développer des véhicules de financement à long terme (LTIF...) et les régimes de mutualisation ou de garantie des risques (rehaussement du crédit...); mettre en place des régimes fiscaux favorables à l'investissement dans les entreprises et non dans les actifs immobiliers<sup>6</sup> ;
- d) **l'épargne à long-terme est une réponse au défi démographique européen et à la nécessité de trouver des ressources longues pour faire face aux besoins de l'économie réelle.** Cette épargne **doit être encouragée et canalisée en priorité vers les investissements productifs à long terme.** Cela suppose notamment des mesures fiscales et prudentielles incitatives. En particulier les règles prudentielles ne doivent pas conduire, par des exigences excessives de liquidité, à orienter une partie de l'épargne longue vers des placements à court terme et doivent prendre en compte les passifs statistiquement stables dans les passifs de long-terme ;
- e) compte tenu de l'importance des besoins de financement à long-terme et des difficultés à leur adosser suffisamment de ressources longues, **la fonction de transformation reste indispensable. Le rôle majeur des banques dans ce domaine doit être préservé,** notamment dans le cadre de la définition en cours du ratio de liquidité à long terme (NFSR). Il importe en outre d'assouplir le ratio de liquidité à court-terme (LCR) en incluant dans sa détermination les actifs de haute qualité éligibles aux banques centrales<sup>7</sup> : en effet, l'efficacité de la politique monétaire de la BCE serait renforcée si les fonds qui y sont déposés par les banques comme « coussins de liquidité » étaient affectés au financement de l'économie.

En complément, la **titrisation** devrait faire l'objet d'un **cadre réglementaire européen permettant d'améliorer la transformation, tout en respectant l'impératif de stabilité financière.** Il est également **utile d'assurer la liquidité de ressources longues sur les marchés secondaires** — notamment actions et obligations —, **en veillant cependant à ce que les activités de tenue de marché<sup>8</sup> restent compatibles avec leur fonction essentielle de financement à long terme.**

On soulignera qu'une réduction du rôle des banques conduirait à ce que l'intermédiation et la transformation soient assurées par des opérateurs du SBP, plus nombreux<sup>9</sup> et moins encadrés, ce qui risquerait d'allonger et complexifier les circuits de financement et en augmenterait la vulnérabilité.

---

<sup>5</sup> Les règles prudentielles peuvent conduire à substituer des placements à court terme à des placements à long terme ; cf. notamment e).

<sup>6</sup> Hors financement des économies d'énergie.

<sup>7</sup> Dans le domaine bancaire, il importe notamment d'assouplir le ratio de liquidité à court-terme en incluant dans sa détermination les actifs de haute qualité éligibles aux banques centrales. Cela serait plus en phase avec la situation américaine où environ 50% des prêts hypothécaires sont refinancés par l'intermédiaire de sociétés bénéficiant de l'appui du gouvernement américain (Fannie Mae, Freddy Mac...).

<sup>8</sup> Les activités de tenue de marché sont souvent complémentaires aux émissions de titres sur les marchés primaires. Dans le cadre du projet européen de réforme de la structure bancaire, une moindre capacité des banques européennes à réaliser ces activités pourrait bénéficier à des banques de pays tiers qui ne seraient pas soumises aux mêmes obligations (notamment aux banques américaines).

<sup>9</sup> Le système bancaire parallèle est constitué d'une multitude d'opérateurs bancaires et financiers reliés par des chaînes d'intermédiation financière plus ou moins longues et complexes.

### 3.2. Les modes et moyens de financement

Outre les règles prudentielles, évoquées précédemment, le cadre législatif et réglementaire européen comprend un ensemble de dispositions concernant les marchés d'instruments financiers (Markets in Financial Instruments), l'information des investisseurs et le droit des sociétés. **Il importe que ce cadre de régulation permette d'attirer les investisseurs à long terme, sans décourager les émetteurs de faire appel aux marchés.**

La mise en œuvre, depuis 2007, de la législation sur les marchés d'instruments financiers et le développement des technologies se sont traduits par la multiplication des systèmes d'exécution des ordres, une fragmentation des marchés et de la liquidité et par le développement des transactions automatisées à haute fréquence (THF). **Ces évolutions paraissent souvent remettre en cause des objectifs essentiels :**

- faciliter le financement de l'économie,
- rôle central des marchés,
- et réduire les coûts de financement, voire être de nature à écarter des marchés des émetteurs et des investisseurs (notamment à long terme). En particulier certaines transactions tendent à rompre l'égalité entre investisseurs et à déstabiliser les marchés et les cours.

Les textes relatifs à l'information financière sont nombreux<sup>10</sup>, complexes et / ou insuffisamment articulés, ce qui complique l'accès des émetteurs aux financements et en augmente les coûts. En outre, dans le cadre des IFRS, l'évaluation à la juste valeur a des effets pro-cycliques et favorise le court-termisme dans le comportement des investisseurs.

**Certaines dispositions nous paraissent devoir être améliorées pour favoriser le financement de l'économie réelle**, en particulier à long terme :

- la **législation sur les marchés d'instruments financiers**, en cours de révision, doit **assurer le bon fonctionnement des marchés financiers**, notamment des marchés actions et obligataires, d'autant plus que les marchés sont appelés à jouer un rôle plus important que par le passé. Elle devrait être renforcée pour en améliorer la transparence et réduire les transactions à court terme hautement spéculatives<sup>11</sup> ;
- **l'architecture et le contenu des textes relatifs à l'information des investisseurs devraient être reconsidérés et simplifiés**, sans ajouter de nouvelles obligations. En particulier :
  - **les IFRS devraient être allégés, mieux refléter les modèles économiques des entreprises** (financières et non financières) **et limiter strictement les cas d'utilisation de la juste valeur**. A cette fin, **la capacité de l'UE d'influencer le processus de normalisation comptable internationale devrait être renforcée** par : un accroissement du rôle et des ressources de l'EFRAG, permettant d'agir davantage en amont ; l'inclusion des critères de stabilité financière et de développement économique dans l'adoption des IFRS ; l'amendement du règlement européen pour donner à l'UE la possibilité de définir un traitement approprié, dans les cas exceptionnels où les dispositions des IFRS s'avèreraient inappropriées, malgré les actions européennes menées en amont ; la prise en compte dans les accords de l'UE avec des pays tiers, des normes IFRS adoptées par l'UE ;
  - la communication d'informations non financières permet d'enrichir l'analyse financière. Cependant, **une intégration supplémentaire de l'information financière et de l'information non financière (« reporting intégré ») serait source de confusion pour les investisseurs et doit donc être exclue**. En effet, dès lors que certaines dispositions comptables seraient adaptées dans les IFRS, la communication financière, qui, à juste titre, intègre déjà les éléments non financiers les plus pertinents, suffirait à refléter la performance de

<sup>10</sup> Directives sur les états financiers, IFRS, législation sur le Prospectus, directive Transparence, législation sur l'Audit légal...

<sup>11</sup> Les transactions automatisées à haute fréquence (THF) représentent désormais en Europe 37 % des volumes boursiers sur actions.

l'entreprise ; en outre, l'information non financière, encore incomplète, peu harmonisée et précise, souvent narrative, est dans son ensemble d'un degré de fiabilité nettement inférieur à celui de l'information financière et difficilement consolidable ;

- le droit des sociétés doit permettre de **promouvoir la constitution d'un actionnariat stable et une implication à long terme des actionnaires**, notamment par le développement de **l'actionnariat salarié et la possibilité de prévoir dans les statuts un droit de vote double ou des dividendes majorés**, pour les actions nominatives détenues depuis au moins deux ans ;
- enfin, les **gestionnaires d'actifs** devraient informer leurs clients de leurs stratégies d'investissement, s'assurer qu'elles restent conformes aux mandats reçus et rendre compte de leurs investissements, de leurs votes et de leur mode de rémunération.

### 3.3. Les investissements et le processus d'allocation des ressources

Les ressources doivent être allouées aux activités les plus porteuses d'avenir pour l'UE. Or **le développement de modes de financement alternatifs au financement bancaire** – recours aux marchés, gestion collective, placements privés... – **s'accompagne d'une multiplication des centres de décision et peut conduire à ne pas financer ou à financer trop tardivement des projets qui sont stratégiques pour l'UE.**

**Une impulsion politique est nécessaire.** Il est en effet indispensable d'avoir une vision partagée de l'avenir de l'UE, d'identifier et évaluer les projets qui sont clés pour elle, et de pouvoir mettre en œuvre cette vision dans le cadre d'une politique économique s'appuyant sur des acteurs identifiés et des outils de pilotage et de suivi – notamment statistiques –. **L'accent doit être mis sur les investissements productifs, et de moins en moins sur la dette publique et l'immobilier<sup>12</sup>.**

**L'UE ne peut retrouver une croissance durable que si ses besoins majeurs d'investissement productif sont couverts**, en particulier ceux qui répondent aux besoins des agents économiques et aux objectifs suivants :

- non seulement rester à la pointe de l'innovation et de la recherche et développement, mais aussi assurer la mise en œuvre de l'innovation et des nouvelles technologies ;
- consolider les positions européennes à l'export, accroître la productivité et accompagner les mutations technologiques et industrielles ;
- assurer l'indépendance énergétique et les approvisionnements en matières premières ;
- faciliter et sécuriser la circulation des biens, de l'énergie, des services et de l'information, au moyen d'infrastructures et de réseaux appropriés de transport, d'énergie et de communication ;
- assurer la sécurité sanitaire et alimentaire et la protection de l'environnement.

Pour assurer la rentabilité de ces investissements, on soulignera la nécessité qu'ils répondent aux besoins structurels de la population et des autres agents économiques (entreprises notamment).

### 3.4. Trois axes politiques majeurs

Les pouvoirs publics – nationaux et européens – ont pour mission de résorber le décalage structurel entre offre de financement et besoin d'investissement productif à long terme et de replacer l'économie dans une dynamique de croissance durable. Ceci passe par **trois axes politiques majeurs** :

- a) restaurer des fondamentaux économiques sains et attractifs ;**
- b) adapter le cadre législatif et réglementaire et les politiques fiscales aux impératifs de l'investissement et du financement à long terme ;**
- c) définir et mettre en œuvre une politique économique et industrielle.**

---

<sup>12</sup> Cf. note 4.

### a) Restaurer les fondamentaux économiques pour attirer les liquidités

L'UE et les entreprises non financières seront d'autant plus attractives pour les investisseurs que les **finances publiques** seront **assainies** et que la **compétitivité** et la **capacité d'autofinancement des entreprises** seront **restaurées** :

- **la réduction des dépenses et de la dette publiques en est une condition indispensable** : en effet, la dette publique pénalise la croissance, l'emploi et la consommation, augmente les risques et les taux des emprunts publics et privés, détourne de l'UE des ressources provenant de pays tiers ou capte une partie très significative des financements, notamment à long terme, au détriment du financement de l'économie ;
- **l'autofinancement constitue le point de départ obligé d'un cercle vertueux de financement / investissement** : le maintien à un niveau élevé des capacités d'autofinancement des entreprises, outre qu'il facilite le financement des investissements de long terme, permet de réduire le déficit structurel de capitaux propres (« equity gap »), de garder le contrôle d'activités innovantes et de faire jouer pleinement le levier des financements externes. Il est à cet égard essentiel de ne pas alourdir la fiscalité des entreprises — notamment par l'introduction d'une taxe européenne sur les transactions financières (TTF) — et de ne pas imposer aux entreprises parrainant des fonds de pension de renforcer leurs capitaux propres selon des exigences inspirées de la directive Solvabilité II (dans le cadre d'une future révision de la directive IORP).

### b) Adapter, puis stabiliser, le cadre législatif et réglementaire / Coordonner les politiques fiscales

Comme indiqué, le cadre législatif et réglementaire doit être adapté aux modèles économiques des entreprises et aux différents circuits et outils de financement à long terme (financement par les marchés, financements non-bancaires intermédiés<sup>13</sup> ou placements privés). **La fiscalité de l'épargne doit permettre d'orienter celle-ci en priorité vers les investissements productifs à long terme et prendre en compte la nécessité de rémunérer les prises de risques.** Il paraît particulièrement utile de coordonner les politiques fiscales, d'éviter les distorsions intra-européennes et de tenir compte des meilleures pratiques, pour atteindre cet objectif au niveau de l'UE.

**Après de nécessaires améliorations, la stabilisation du cadre législatif et réglementaire et des dispositions fiscales doit permettre de créer un environnement plus propice aux financements à long terme** — donnant plus de visibilité aux investisseurs ; moins complexe et onéreux pour les entreprises —.

### c) Définir et mettre en œuvre une politique économique et industrielle

Dans un contexte de rareté des ressources publiques, le rôle des autorités n'est pas en premier lieu d'agir en tant qu'investisseur. Pour des projets à caractère stratégique qui rencontreraient des difficultés de financement, il est cependant utile que des institutions publiques<sup>14</sup> puissent contribuer au financement ou à la prise en charge de risques (partage de risques ou garanties).

Plus fondamentalement, **la responsabilité essentielle des pouvoirs publics européens et nationaux consiste à définir des politiques à partir d'une vision prospective de l'UE, à prioriser et sélectionner des projets d'investissement d'avenir, et à faire en sorte que ces projets sont financés de manière adéquate et coordonnée. La politique économique, qui doit s'appuyer sur des outils de suivi et de pilotage, doit s'intéresser non seulement aux financements, mais aussi à l'investissement, et se doubler dès lors d'une véritable politique industrielle<sup>15</sup>, associée à un potentiel important de recherche et développement et d'innovation. L'Europe ne peut pas être une zone monétaire dépourvue de toute stratégie d'investissement.**

---

<sup>13</sup> Financement bancaire, gestion collective notamment.

<sup>14</sup> Commission européenne, Banque Européenne d'Investissement (BEI) et Fonds européen d'investissement (FEI)...

<sup>15</sup> La notion de politique industrielle vise l'ensemble des activités économiques des entreprises privées.



Dans ce sens, il est essentiel de soutenir et de mettre en œuvre les initiatives visant à doter le plus grand nombre d'Etats membres d'un gouvernement économique et d'une orientation économique commune, et visant à mieux coordonner les politiques, y compris fiscales et sociales. Il y a notamment un intérêt fort à parvenir à des règles harmonisées concernant l'accès aux financements, la fiscalité de l'épargne et la fiscalité relative aux investissements et aux financements des entreprises.

L'accord intervenu à l'été 2012 sur un nouveau « pacte européen pour la croissance et l'emploi » marque une volonté commune que les autorités politiques doivent désormais impérativement traduire en actes concrets. En particulier un calendrier pluriannuel précis devrait détailler les orientations que les Etats souhaitent suivre.

\*

\*

\*