

III

(Actes préparatoires)

COMITÉ ÉCONOMIQUE ET SOCIAL EUROPÉEN

491^e SESSION PLÉNIÈRE DES 10 ET 11 JUILLET 2013

Avis du Comité économique et social européen sur «*Livre vert. Le financement à long terme de l'économie européenne*»

COM(2013) 150 final/2

(2013/C 327/03)

Rapporteur: **M. Michael SMYTH**

Le 25 mars 2013, la Commission européenne a décidé, conformément à l'article 304 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, de consulter le Comité économique et social européen sur le:

"Livre vert – Le financement à long terme de l'économie européenne"

COM(2013) 150 final/2.

La section spécialisée "Union économique et monétaire, cohésion économique et sociale", chargée de préparer les travaux du Comité en la matière, a adopté son avis le 19 juin 2013.

Lors de sa 491^e session plénière des 10 et 11 juillet 2013 (séance du 10 juillet 2013), le Comité économique et social européen a adopté le présent avis par 151 voix pour, 3 voix contre et 3 abstentions.

1. Conclusions et recommandations

1.1 L'un des éléments les plus importants d'une stratégie visant à remettre l'Europe sur le chemin d'une croissance durable est de garantir l'approvisionnement adéquat en financements à long terme à un coût raisonnable. Le document consultatif de la Commission sur cette problématique est le bienvenu et arrive à point nommé.

1.2 Le CESE se félicite que le livre vert mette l'accent sur les investissements productifs et la formation d'actifs corporels et incorporels de longue durée mais appelle la Commission à accorder davantage d'attention à la nécessité de financer des investissements de capitaux plus axés sur l'"utilité sociale".

1.3 Si les banques sont vraisemblablement appelées à jouer à l'avenir un rôle moins important en tant que fournisseurs de financement à long terme, des perspectives pourraient alors s'ouvrir pour les autres types d'intermédiaires tels que les banques de développement nationales et multilatérales, les investisseurs institutionnels, les fonds souverains et, au premier chef, les marchés obligataires. Il importe cependant d'éviter de créer des obstacles empêchant les banques de remplir pleinement leur rôle de principal fournisseur de financements à long terme, tout comme il importe de créer un cadre juridique afin d'éviter que les financements et flux de capitaux ne sortent du secteur réglementé.

1.4 Le CESE accueille favorablement la récente recapitalisation de la BEI, qui renforcera sa capacité à mobiliser des financements supplémentaires venus d'investissements privés et à jouer un rôle contracyclique accru dans le financement des investissements et la fourniture de crédits aux PME. Le CESE estime toutefois qu'une injection de capitaux à hauteur de 10 milliards d'euros, même si elle est significative, est insuffisante au regard de ce qui serait nécessaire dans les circonstances actuelles.

1.5 De même, il considère l'introduction d'obligations de projets dans le cadre de la stratégie Europe 2020 comme une évolution positive, même si elle n'en est qu'à la phase pilote. Ces obligations de projets ont été mises au point conjointement par la Commission et la BEI. Il conviendrait d'envisager également des opérations conjointes du même type pour les fonds souverains.

1.6 Si des initiatives telles que la création des obligations de projets réussissent à élargir le marché des financements sous forme d'obligations, il conviendra de les intensifier une fois la phase pilote terminée et évaluée.

1.7 Le livre vert étudie le rôle de l'épargne dans l'approvisionnement en financements à long terme pour les investissements. Alors que certains États membres se sont engagés dans des systèmes d'épargne spéciaux pour mobiliser de l'épargne à plus long terme en l'affectant à des objectifs

sociaux généraux, il pourrait valoir la peine d'envisager la mise en place d'un large instrument d'épargne au niveau de l'UE ou de la zone euro, offrant éventuellement un taux d'intérêt majoré.

1.8 Certains États membres, en utilisant astucieusement le système fiscal, ont dans une certaine mesure réussi à encourager l'épargne retraite et les autres formes d'épargne. Les citoyens sont souvent réticents à l'idée de payer un impôt sur le revenu de leur travail puis encore un impôt sur l'épargne à long terme issue de ce revenu après impôt. Dans le cadre de l'investissement socialement responsable, il devrait être possible de concevoir et de commercialiser des produits d'épargne individuelle adéquats, faiblement taxés voire pas du tout, avec des limites annuelles appropriées; cela permettrait d'encourager une planification financière à long terme plus importante.

1.9 Le "court-termisme" qui prévaut dans le système financier est un obstacle majeur à l'offre d'investissements à long terme adéquats et est très lié à la question de la gouvernance d'entreprise. Il n'est pas facile de modifier les incitations pour encourager la performance sur le long terme. Le CESE est favorable aux suggestions de la Commission s'agissant d'augmenter les droits de vote et les dividendes des investisseurs à long terme et de modifier la directive sur les droits des actionnaires. De plus, il serait souhaitable d'envisager la possibilité d'utiliser de manière coordonnée les allègements fiscaux sur les plus-values de capitaux, pour encourager la détention d'actions à long terme par les gestionnaires de fonds.

1.10 Concernant le capital-risque, le livre vert contient des suggestions intéressantes. Le CESE a déjà proposé que le rôle du FEI soit élargi au-delà de l'octroi de prêts, à savoir qu'il inclue aussi la fourniture de capital-risque. Cela correspond à l'idée qu'avaient les créateurs du FEI à l'origine, dès 1994. Si le FEI devait se recapitaliser de manière adéquate, de même que la BEI, il pourrait devenir l'un des principaux fournisseurs de financements de capital-risque pour les PME.

1.11 Enfin, étant donné que les gouvernements nationaux et régionaux sont déjà occupés à promouvoir la survie et la croissance à long terme des PME par l'intermédiaire de leurs organismes de développement régional, ces organismes ont l'opportunité d'assumer un rôle dans le fonctionnement de ces plateformes de négociation des PME. Ce rôle pourrait aller de l'évaluation de la solvabilité des PME clientes à la fourniture de garanties limitées aux investisseurs institutionnels.

1.12 Le CESE souhaiterait que l'investissement socialement responsable soit davantage mis en avant; il propose que soit créé un observatoire pour suivre les conditions d'investissement à long terme.

2. Présentation et contexte du livre vert

2.1 Le principal motif de la publication par la Commission européenne du livre vert à l'examen est la nécessité pour l'Europe de renouer avec une croissance intelligente, durable et inclusive. L'Europe doit répondre à d'importants besoins d'investissement à grande échelle et à long terme pour pouvoir fonder une croissance durable. La réalisation de cet objectif est largement entravée par le fait que les ménages et les entreprises font actuellement preuve d'une aversion au risque et par

la nécessité pour beaucoup de gouvernements d'assainir leurs finances publiques, ces deux phénomènes conjugués restreignant les sources de financement des investissements à long terme.

2.2 Les défaillances des canaux traditionnels de l'intermédiation financière posent actuellement des problèmes. Si les banques ont été la principale source de financement des investissements dans l'UE, beaucoup d'entre elles sont désormais avant tout engagées dans un processus de désendettement; partant, elles ne peuvent plus assurer leur rôle habituel. Le livre vert essaie de voir au-delà de la crise financière actuelle et de chercher des solutions concernant la fourniture des financements à long terme nécessaires aux investissements.

2.3 La Commission met l'accent sur les investissements productifs et la formation d'actifs corporels et incorporels de longue durée, lesquels ont tendance à être moins procycliques que les actifs à plus court terme. La Commission définit le financement à long terme comme le processus par lequel le système financier pourvoit aux investissements pour des projets sur le long cours.

2.4 L'Europe a entrepris un programme de réforme du secteur financier visant à assurer davantage de stabilité et de confiance dans les marchés financiers. La stabilité du système financier est un prérequis pour encourager les investissements à long terme, mais ce n'en est pas l'unique condition. La Commission recense une série de domaines supplémentaires pour lesquels des mesures sont nécessaires, notamment:

- la capacité des établissements financiers à mettre à disposition des financements à long terme pour des projets;
- l'efficacité et l'efficience des marchés financiers dans la mise à disposition d'instruments de financement à long terme;
- les politiques destinées à encourager l'épargne et l'investissement à long terme; et
- la capacité des PME à accéder plus facilement aux financements bancaires et non bancaires.

3. Observations relatives à la proposition

3.1 Capacité des établissements financiers à mettre à disposition des financements à long terme pour des projets

3.1.1 Banques commerciales. L'analyse que propose la Commission concernant les difficultés à fournir des financements à long terme suffisants en Europe est juste dans son principe. La situation traditionnelle, où les banques étaient les principaux fournisseurs de financement à long terme, est en train de changer, et celles-ci pourraient jouer un rôle moins important à l'avenir. La Commission ne fait aucun commentaire quant au risque d'incohérence qui pourrait apparaître entre certaines réglementations bancaires et les objectifs du livre vert, à savoir stimuler l'investissement à long terme. Le livre vert se contente de relever le fait que, sous l'effet des réformes financières récentes et de celles qui seront probablement mises en œuvre à l'avenir, le niveau d'activité des banques dans la chaîne d'intermédiation pourrait se voir réduit. Il convient de trouver un meilleur équilibre entre le respect des exigences prudentielles de Bâle III et la proposition d'incitations pour encourager les banques à continuer à assurer le financement des investissements à long terme. Il y a en tout cas des perspectives qui pourraient s'ouvrir pour les autres types d'intermédiaires, tels que les banques de développement nationales et multilatérales, les investisseurs institutionnels, et le recours accru aux marchés obligataires et aux fonds souverains.

3.1.2 Les banques de développement nationales et multilatérales. Ces établissements jouent un rôle important dans le partage des risques avec les investisseurs et opérateurs privés pour la mise en place de projets importants, et donc pour empêcher les défaillances du marché. Par leurs actions stratégiques à plus long terme, elles jouent aussi un rôle contracyclique. La BEI et le FEI ont joué un rôle de plus en plus important dans le partage des risques, et la récente recapitalisation de la BEI – même si le CESE la juge insuffisante – renforcera sans aucun doute sa capacité à mobiliser des financements supplémentaires pour les investissements privés. Le CESE encourage la BEI à déployer davantage d'efforts pour promouvoir des projets importants d'infrastructures transfrontières, lesquels rencontrent des obstacles spécifiques quant à leur financement.

3.1.3 Le CESE se félicite de la création d'obligations de projets dans le cadre de la stratégie Europe 2020, lesquelles sont actuellement canalisées vers plusieurs projets d'investissement dans les infrastructures sous la forme de partenariats public-privé (PPP) dans les domaines de l'énergie, des transports et de l'infrastructure des TIC⁽¹⁾. La Commission mentionne le rôle potentiel des fonds souverains dans le financement des investissements à long terme. Comme dans le cas des obligations de projets, mises en place conjointement par la Commission et la BEI, il pourrait être utile de mettre en place une initiative conjointe similaire pour les fonds souverains, en augmentant par là-même le réservoir de financement disponible pour les investissements à plus long terme.

3.1.4 Concernant la question des investisseurs institutionnels, le livre vert note un risque de conflit entre la nécessité de réguler efficacement les actifs à risque pour les entreprises d'assurance et le besoin d'inciter celles-ci à financer les investissements à long terme. Des discussions sont en cours à ce sujet entre la Commission et les autorités européennes des assurances. La Commission entend présenter des propositions sur les fonds d'investissement à long terme (LTIF, *long-term investment funds*), en vue de susciter la création de plusieurs mécanismes pour permettre la mise en commun des risques auxquels sont confrontés différents types d'investisseurs institutionnels. Cette proposition semble excellente. Les fonds de pension pourraient jouer un rôle plus important dans les investissements à long terme, mais ils anticipent un certain nombre d'obstacles institutionnels, réglementaires et politiques qui se présenteront à eux. Ils craignent notamment que les décideurs politiques ne tentent de les charger de financer certains types de projets allant à l'encontre des intérêts de leurs membres. Il conviendrait de consulter les fonds de pension sur la manière dont ces obstacles pourraient être levés ou réduits au minimum. La création d'une union bancaire pourrait être utile à cette fin.

3.1.4.1 Concernant le fait de laisser plus de place à l'intervention des investisseurs institutionnels pour la fourniture de financements à long terme, un rôle pourrait également être joué par des mesures incitatives touchant à l'impôt sur le revenu des sociétés. Un système d'abattements dégressifs dans le cas d'investissements relatifs à des projets d'infrastructure à grande échelle pourrait conduire à une participation accrue des investisseurs institutionnels à ceux-ci.

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

3.2.1 Le livre vert note que pour élargir et approfondir le réservoir des financements à long terme, il convient que certains marchés de capitaux en Europe se développent et mûrissent. Les

marchés obligataires sont moins développés dans l'UE qu'aux États-Unis et sont considérés comme inaccessibles à la plupart des PME et entreprises de plus grande taille. L'émergence des obligations de projets a été elle-même accueillie avec circonspection par les agences de notation, ce qui souligne la tâche ardue qui s'annonce pour développer la capacité du marché obligataire. Si des initiatives telles que la création des obligations de projets, laquelle pourrait dégager jusqu'à 4,6 milliards d'euros pour de nouveaux projets d'infrastructure, réussissent à élargir le marché des financements sous forme d'obligations, il conviendra de les intensifier une fois la phase pilote terminée et évaluée.

3.3 *Les politiques destinées à encourager l'épargne et l'investissement à plus long terme*

3.3.1 Le livre vert propose un examen approfondi des facteurs qui influent sur l'épargne à long terme pour le financement. Concernant l'offre, si certains États membres ont fait des efforts pour stimuler l'offre d'épargne à long terme, il reste beaucoup à faire. Le livre vert suggère la possibilité de mettre en place au niveau de l'UE de larges instruments d'épargne conçus pour mobiliser davantage d'épargne à long terme en l'affectant à des objectifs sociaux généraux. Cette idée pourrait avoir des avantages dans le contexte de l'extension des infrastructures transfrontières. Elle est également susceptible d'encourager une plus grande mobilité de la main-d'œuvre et une meilleure planification des retraites au sein du marché unique. Il pourrait être nécessaire de proposer, en vue d'encourager l'épargne à plus long terme, de nouveaux produits d'épargne avec des taux d'intérêt majorés ou différenciés.

3.3.2 Fiscalité. Le livre vert examine de manière assez détaillée la relation entre la fiscalité, l'épargne à long terme et les investissements à long terme. Le fait de soumettre les investissements au régime fiscal des sociétés tend à susciter une préférence pour l'endettement au détriment du financement par capitaux propres. Dans le contexte de la recherche de réformes appropriées pour encourager l'utilisation accrue des fonds propres dans les investissements à long terme, il pourrait être utile d'envisager le recours à un système d'allègements dégressifs. De tels systèmes sont largement utilisés pour l'imposition des plus-values de capitaux et ils pourraient être agencés de manière à compenser une partie des avantages fiscaux actuels liés au financement de la dette.

3.3.3 En matière d'épargne à long terme et de système fiscal, la Commission note qu'il importe d'assurer une mise à disposition stable et adéquate de l'épargne et de prévoir les incitations nécessaires pour que cette épargne soit disponible. Certains États membres, en utilisant astucieusement le système fiscal, ont dans une certaine mesure réussi à encourager l'épargne retraite et les autres formes d'épargne. Les citoyens sont souvent réticents à l'idée de payer un impôt sur le revenu de leur travail puis encore un impôt sur l'épargne à long terme issue de ce revenu après impôt. Il devrait être possible de concevoir et de commercialiser des produits d'épargne adéquats, faiblement taxés voire pas du tout, avec des limites annuelles appropriées; cela permettrait d'encourager une planification financière à long terme plus importante.

3.3.4 L'utilisation d'incitations fiscales pour obtenir les résultats recherchés en matière d'investissement à long terme n'est pas sans inconvénients. Il faut faire face à de sérieuses difficultés, par exemple l'effet d'inertie et les problèmes d'arbitrage. Néanmoins, l'utilisation d'incitations fiscales dans une perspective de planification à plus long terme cohérente et solide est indispensable pour stimuler et produire les niveaux d'investissement souhaités.

(¹) Voir par exemple COM(2009) 615 final.

3.3.5 Gouvernance d'entreprise. La question du "court-termisme" est au cœur de la problématique de l'offre d'investissements à long terme et est très liée à la question de la gouvernance d'entreprise. Jusqu'à présent, la plupart des incitations à destination des gestionnaires de fonds, des banquiers d'investissement et des dirigeants d'entreprises avaient tendance à être, par nature, à court terme. Il ne sera pas facile de modifier ces incitations pour encourager des niveaux plus élevés de performance à long terme. Le livre vert avance plusieurs suggestions intéressantes, notamment l'idée d'augmenter les droits de vote et les dividendes des investisseurs à long terme et de modifier la directive sur les droits des actionnaires. Peut-être l'utilisation plus proactive des allègements fiscaux sur les plus-values de capitaux pourrait-elle être un moyen d'encourager la détention d'actions à long terme par les gestionnaires de fonds.

3.4 *La capacité des PME à accéder plus facilement aux financements bancaires et non bancaires*

3.4.1 Le livre vert souligne les difficultés croissantes que rencontrent les PME dans de nombreux États membres à accéder aux financements nécessaires à leur survie et à leur croissance. À côté des effets du désendettement des banques, les PME sont confrontées à un ensemble de sources alternatives de financement qui sont fragmentaires et quelque peu disparates. Les banques locales ont dans une large mesure perdu ou relâché leurs liens avec leur région d'origine. Les relations entre banques et PME se sont distendues, et il convient de les rétablir ou de les renforcer. Plusieurs initiatives ont été entreprises pour fournir aux PME des sources de financement non bancaires, y compris l'accès à des fonds de capital-risque, l'utilisation d'actifs ⁽²⁾, le financement de la chaîne d'approvisionnement et le financement participatif (*crowdfunding*). Un effort bien plus important s'impose. Le secteur des assurances et les fonds de pension entendent jouer un rôle plus important, mais ils ont besoin d'incitations appropriées; c'est désormais à la Commission qu'il revient de prendre des décisions en ce sens. Concernant les futures mesures destinées à permettre aux PME d'accéder à des financements à plus long terme, si elles doivent être déployées par le canal des prêts bancaires, il conviendra de s'assurer que les PME puissent en bénéficier suivant les

modalités initialement prévues, sans que les banques n'ajoutent de conditions supplémentaires excessives.

3.4.2 Capital-risque. La Commission suggère une approche de "fonds de fonds" pour atteindre une masse critique de financements basés sur le capital-risque. De plus, le fonds de garantie pour les investisseurs institutionnels qui a été proposé pourrait élargir le marché. Le CESE a déjà proposé que le rôle du FEI soit élargi au-delà de l'octroi de prêts, à savoir qu'il inclue aussi la fourniture de capital-risque ⁽³⁾. Cela correspond à l'idée qu'avaient les créateurs du FEI à l'origine, dès 1994. Si le FEI devait se recapitaliser, comme l'a fait la BEI, il pourrait devenir l'un des principaux fournisseurs de financement de capital-risque pour les PME.

3.4.2.1 L'extension du capital-risque pour les PME va de pair avec l'extension des plates-formes existantes de négociation pour le financement des PME par des capitaux propres, ou la création de nouvelles plates-formes de ce type. Le livre vert comprend plusieurs propositions utiles à cet égard. Étant donné que les gouvernements nationaux et régionaux sont déjà occupés à promouvoir la survie et la croissance à long terme des PME par l'intermédiaire de leurs organismes de développement régional, ces organismes ont l'opportunité d'assumer un rôle dans le fonctionnement de ces plates-formes de négociation des PME. Ce rôle pourrait aller de l'évaluation de la solvabilité des PME clientes à la fourniture de garanties limitées aux investisseurs institutionnels.

3.4.3 Le CESE aurait apprécié que le livre vert soutienne davantage les investissements dans des fonds socialement responsables, par la création de taxes et de réglementations financières appropriées, ainsi que les marchés publics eux-mêmes. À cet égard, il est peut-être opportun de créer un observatoire européen de l'investissement à long terme. Un tel organe, avec la participation active de la société civile organisée, pourrait suivre les évolutions de la fourniture et de la demande d'investissements et d'épargne à long terme et contribuer à garantir la mise à disposition appropriée d'informations permettant aux agents économiques de prendre des décisions saines en matière d'investissements à long terme.

Bruxelles, le 10 juillet 2013.

Le président
du Comité économique et social européen
Henri MALOSSE

⁽²⁾ Voir par exemple, au Royaume-Uni, le dispositif de financement de prêts (*Funding for Lending Scheme*) http://www.hm-treasury.gov.uk/ukecon_fundingforlending_index.htm.

⁽³⁾ JO C 143 du 22.5.2012, p. 10.