



Bruxelles, le 27.3.2014
COM(2014) 168 final

**COMMUNICATION DE LA COMMISSION AU PARLEMENT EUROPÉEN ET AU
CONSEIL**

sur le financement à long terme de l'économie européenne

{SWD(2014) 105 final}

1. INTRODUCTION

1.1 Contexte économique

La crise économique et financière a détérioré l'aptitude du secteur financier à pourvoir au financement de l'économie réelle, en particulier sous la forme d'investissements à long terme. La forte dépendance à l'égard de l'intermédiation bancaire, conjuguée au désendettement des banques et à une baisse de la confiance des investisseurs, a réduit les sources de financement pour tous les secteurs de l'économie. L'Union agit avec détermination pour inverser ces tendances et rétablir un climat de croissance durable et d'investissement. Elle a assaini les finances publiques et mis en place des procédures visant à assurer une meilleure coordination des politiques budgétaires et économiques. En faisant preuve de fermeté, la BCE entend faire renaître la confiance dans les marchés, tandis que la création de l'union bancaire contribue à réduire la fragmentation financière et à restaurer la confiance dans la zone euro.

La mise à profit de ces améliorations nécessite des investissements à long terme pouvant servir de base à une croissance intelligente, durable et inclusive. La capacité du système financier à mobiliser des fonds pour les investissements à long terme sera essentielle pour asseoir la position de l'Europe sur la voie d'une croissance durable.

1.2 Nécessité du financement à long terme

Le financement à long terme possède quelques caractéristiques essentielles¹:

- il finance des activités *productives* qui soutiennent la croissance en réduisant les coûts, en diversifiant les moyens de production et en créant des emplois d'une manière intelligente, durable et inclusive;
- il est *patient*, en ce sens que les investisseurs tiennent compte de la performance à long terme et des risques liés à leurs investissements, plutôt que des fluctuations des prix à court terme. Cette perspective à long terme exerce un effet contracyclique et favorise la stabilité financière;
- il est *engagé*, en ce sens que les investisseurs prennent en considération des aspects à plus long terme dans leurs stratégies d'investissement, par exemple l'environnement, les enjeux sociaux, la gouvernance.

Les infrastructures et les PME apportent une contribution fondamentale à la croissance durable. Des infrastructures de qualité améliorent la productivité du reste de l'économie en servant la croissance et favorisent l'interconnexion sur le marché intérieur. Les investissements nécessaires dans les réseaux d'infrastructures de transport, d'énergie et de télécommunications d'importance européenne sont estimés à 1 000 milliards d'EUR d'ici à 2020². Des investissements considérables seront également nécessaires dans le capital humain³ et la R&D, les nouvelles technologies et l'innovation dans le cadre de la stratégie «Europe 2020» et du paquet «Climat et énergie» à l'horizon 2030⁴.

¹ Concepts introduits par l'OCDE, dans «*Promoting Longer-Term Investment by Institutional Investors: Selected Issues and Policies*», 2011, <http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/48616812.pdf>

² Mécanisme pour l'interconnexion en Europe: 500 milliards d'EUR pour le transport, 200 milliards d'EUR pour l'énergie, 270 milliards d'EUR pour le haut débit rapide (<http://ec.europa.eu/transport/themes/infrastructure/connecting/doc/connecting/2012-10-02-cef-brochure.pdf>)

³ Voir le paquet «Investissements sociaux», COM (2013)83 du 20.2.2013.

⁴ Communication sur un cadre d'action en matière de climat et d'énergie pour la période comprise entre 2020 et 2030, http://ec.europa.eu/energy/doc/2030/com_2014_15_fr.pdf

Les PME représentent environ deux tiers des emplois et près de 60 % de la valeur ajoutée dans l'Union. Elles apportent une contribution considérable à la croissance du PIB grâce à leur importance globale et à leur capacité à innover, croître et créer des emplois.

Le climat d'incertitude et d'aversion au risque né de la crise financière et économique a ébranlé aussi bien la demande que l'offre de financement. Du côté de la demande, on constate en effet une baisse des demandes de financement des PME, des partenariats public-privé et d'autres projets d'investissement nécessitant un financement à long terme. Cette baisse se traduit par un niveau insatisfaisant de l'investissement et du financement à long terme. Pour ce qui est de l'offre, la crise a renforcé l'aversion au risque et fait naître une préférence pour les liquidités qui, associée au désendettement des banques, a affecté la capacité de l'économie à se financer par des dettes de longue durée. Les niveaux insuffisants du financement à long terme sont également révélateurs des défaillances du marché et des failles de la chaîne d'intermédiation⁵.

Résoudre ces problèmes est une priorité pour l'Europe. La capacité du système économique à générer une offre de financements à long terme pour renforcer la compétitivité de l'économie et de l'industrie en Europe dépend de sa capacité à mobiliser l'épargne par l'intermédiaire d'un secteur financier ouvert, sûr et concurrentiel. À cette fin, la sécurité juridique et la confiance des investisseurs sont essentielles.

1.3 Livre vert et consultation publique sur le financement à long terme

Le 25 mars 2013, la Commission a adopté un livre vert sur le financement à long terme, qui a amorcé un vaste débat sur les différents facteurs qui déterminent l'aptitude de l'économie européenne à attirer les fonds nécessaires pour soutenir et accélérer sa relance. Ce document se voulait une réflexion sur la manière de mettre plus efficacement l'épargne des administrations publiques, des entreprises et des ménages au service du financement à long terme.

La consultation sur le livre vert a reçu un accueil très positif de la part des parties intéressées et a donné lieu à 292 réactions provenant de tous les segments de l'économie⁶. Une grande majorité des parties intéressées ont souscrit à la nécessité d'élargir les sources de financement à long terme en Europe, tout en reconnaissant le rôle important que les banques continueront à jouer, notamment pour les PME. Si l'existence d'un environnement réglementaire bien défini et stable a été jugée très importante, de nombreuses parties intéressées ont également préconisé un meilleur paramétrage de la réforme réglementaire afin de tenir compte des objectifs du financement à long terme.

1.4 Autres initiatives stratégiques européennes et internationales

Le débat sur le financement à long terme a trouvé un écho à l'échelon européen et international. Le comité économique et financier a créé un groupe d'experts de haut niveau qui a publié son rapport en décembre 2013⁷, axé sur les PME et l'infrastructure. Le 26 février 2014, le Parlement européen a adopté une résolution⁸ sur le financement à long terme de l'économie européenne. Cette résolution aborde de nombreuses questions évoquées dans la présente communication.

⁵ Pour une explication détaillée, voir le document de travail des services de la Commission accompagnant le livre vert sur le financement à long terme: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=SWD:2013:0076:FIN:EN:PDF>

⁶ Pour une synthèse détaillée des réactions et les réponses non confidentielles, voir: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2013/long-term-financing/docs/summary-of-responses_en.pdf.

⁷ http://europa.eu/efc/working_groups/hleg_report_2013.pdf.

⁸ <http://www.europarl.europa.eu/oeil/popups/ficheprocedure.do?reference=2013/2175%28INI%29&l=FR>

Au niveau international, le G20 a approuvé en septembre 2013 un plan de travail sur le financement de l'investissement⁹ et a créé un groupe de travail pour approfondir les travaux sur le financement à long terme. L'OCDE a mis au point des principes de haut niveau destinés aux investisseurs institutionnels qui choisissent la voie du financement à long terme¹⁰.

Dans ce contexte et dans le prolongement de la consultation sur le livre vert, la présente communication présente une série d'actions concrètes. Développer et diversifier la manière dont l'investissement à long terme est financé constitue une entreprise complexe et pluridimensionnelle qui ne peut se résumer à une action unique ni à une solution miracle mais suppose un ensemble de réponses et d'initiatives. Les actions proposées dans la présente communication s'attachent à i) mobiliser les sources privées du financement à long terme, ii) faire un meilleur usage des finances publiques, iii) développer les marchés de capitaux, iv) améliorer l'accès des PME au financement, v) attirer les financements privés dans les infrastructures, et vi) améliorer le climat général pour favoriser des finances durables.

La Commission présente également, en marge de cette communication:

- une proposition de révision de la directive concernant les activités et la surveillance des institutions de retraite professionnelle (IRP) afin d'encourager la poursuite du développement des retraites professionnelles, une source importante d'investissement institutionnel à long terme dans l'Union;
- une communication sur le financement participatif, une source croissante de financement pour les PME.

2. MOBILISER LES SOURCES PRIVEES DU FINANCEMENT A LONG TERME

Il est primordial d'encourager les banques à accorder des prêts de manière responsable et de solliciter davantage les sources de financement non bancaires, par exemple les investisseurs institutionnels comme les entreprises d'assurance, les fonds de pension, les fonds d'investissement traditionnels ou alternatifs, les fonds souverains ou les fondations: si les banques continueront de jouer un rôle significatif, la diversification du financement est importante aussi bien à court terme pour accroître la disponibilité du financement qu'à long terme pour aider l'économie européenne à mieux résister aux crises futures.

Les banques

En vertu du règlement sur les exigences de fonds propres (règlement CRR) et de la directive sur les exigences de fonds propres (CRD IV)¹¹ dont la mise en œuvre progressive a commencé en janvier 2014, les banques sont tenues de détenir des niveaux de capitaux propres plus importants pour renforcer leur capacité à absorber les pertes éventuelles. La Commission évaluera la pertinence des exigences imposées par le règlement CRR par rapport au financement à long terme en deux temps, en 2014 et en 2015.

⁹ Voir <http://en.g20russia.ru/news/20130906/782782178.html>.

¹⁰ Voir <http://www.oecd.org/finance/private-pensions/G20-OECD-Principles-LTI-Financing.pdf>.

¹¹ Règlement (UE) n° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012; directive 2013/36/UE du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et la surveillance prudentielle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, modifiant la directive 2002/87/CE et abrogeant les directives 2006/48/CE et 2006/49/CE.

Les banques seront également soumises à de nouvelles exigences en matière de gestion des liquidités, lesquelles les aideront à absorber les chocs de liquidité imprévus. Ces exigences devraient améliorer la confiance dans le système financier, mais des règles renforcées en matière de liquidité risquent par ailleurs de nuire à la capacité des banques à prêter à long terme. La mise en œuvre du ratio de liquidité à court terme (LCR, un ratio de liquidité calculé à un mois) en Europe et les discussions internationales en cours sur la définition du ratio de financement net stable (NSFR, un ratio de liquidité calculé à un an) doivent tendre vers un juste équilibre permettant, d'une part, d'accroître la résilience du secteur bancaire aux chocs de liquidité et, d'autre part, d'éviter des restrictions excessives de la transformation de maturité qui décourageraient le financement à long terme¹². En outre, le règlement CRR prévoit la mise en œuvre progressive du LCR et une longue période d'observation préalablement à toute proposition législative sur le NSFR.

Les réformes du secteur bancaire, et notamment l'union bancaire, sont un déterminantes pour rétablir la confiance dans le secteur financier et pour réduire la fragmentation actuelle du marché, qui affecte particulièrement le financement des PME. Une fois ces réformes achevées, les emprunteurs et les investisseurs devraient profiter d'un marché étendu et renforcé, soumis à une meilleure réglementation et à une meilleure supervision.

La récente proposition de réforme structurelle du secteur bancaire de l'Union¹³ est également importante car elle vise à préserver les activités financières de base, comme l'octroi de prêts à l'économie, en les séparant des activités à risque. Cette proposition devrait également mettre un frein aux financements croisés actuels des activités de négociation par les dépôts, encourageant d'autant plus les banques à octroyer des prêts à l'économie réelle.

Actions

- La Commission élaborera, d'ici 2014¹⁴ et 2015¹⁵, des rapports sur la pertinence des exigences imposées par le règlement CRR par rapport au financement à long terme.
- La Commission tiendra le plus grand compte, dans la préparation de l'acte délégué relatif au LCR¹⁶ (attendu au premier semestre 2014) et le paramétrage final du NSFR¹⁷, de la nécessité de ne pas restreindre excessivement le financement à long terme par les banques. En outre, il convient de profiter pleinement de la période d'observation prévue dans le règlement CRR pour régler et corriger les éventuels effets indésirables des nouvelles règles de liquidité applicables à l'investissement à long terme.

Les entreprises d'assurance

Les investisseurs institutionnels tels que les entreprises d'assurance sont des fournisseurs légitimes de financement à long terme. Si les investisseurs institutionnels étaient jusqu'à présent peu enclins à investir dans les actifs moins liquides, les actifs d'infrastructure par

¹² Voir le considérant 100 du règlement (UE) n° 575/2013.

¹³ COM/2014/043

¹⁴ Article 505: «Le 31 décembre 2014 au plus tard, la Commission soumet au Parlement européen et au Conseil un rapport [...] sur la pertinence des exigences imposées dans le présent règlement compte tenu de la nécessité de garantir des niveaux de financement adéquats pour toutes les formes de financement à long terme pour l'économie, y compris les projets d'infrastructures critiques dans l'Union dans le domaine des transports, de l'énergie et des communications».

¹⁵ Article 516: «Le 31 décembre 2015 au plus tard, la Commission présente un rapport sur l'impact du présent règlement sur le soutien aux investissements à long terme dans des infrastructures favorables à la croissance».

¹⁶ Article 460 du règlement CRR.

¹⁷ Article 510, paragraphe 3, du règlement CRR.

exemple, la recherche de rendements plus élevés dans un contexte caractérisé par la faiblesse des taux d'intérêt accroît leur intérêt pour ce type d'actifs.

La directive «Solvabilité II»¹⁸, qui entrera en application le 1^{er} janvier 2016, supprimera certains obstacles à l'investissement qui existent actuellement dans les États membres, notamment pour les classes d'actifs moins liquides. Les assureurs seront libres d'investir dans le type d'actifs de leur choix en respectant le principe du bon père de famille, en vertu duquel ils doivent être en mesure de «déterminer, mesurer, suivre, gérer, maîtriser et signaler correctement»¹⁹ les risques liés à ces actifs.

Selon certains, le durcissement des exigences de fonds propres pour prendre en considération tous les risques quantifiables, y compris le risque de marché (qui n'était pas pris en considération dans l'ancien cadre juridique, la directive «Solvabilité I»), pourrait influencer le comportement d'investisseur et la vision à long terme des assureurs dans leur rôle d'investisseurs institutionnels²⁰. Pour cette raison, la Commission a demandé en septembre 2012 à l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (AEAPP) de déterminer s'il y a lieu d'ajuster le paramétrage et la conception des exigences de fonds propres, sans pour autant mettre en péril l'efficacité prudentielle du régime, en particulier en ce qui concerne les investissements dans l'infrastructure, les PME et les entreprises sociales (y compris par la titrisation de dettes). L'AEAPP a remis son analyse en décembre 2013²¹. Elle recommande des critères pour définir une titrisation optimale et propose un traitement plus favorable de ces instruments, en abaissant les paramètres de simulation de crise correspondants²². Il s'agit d'un grand pas en avant dans le programme général d'encouragement en faveur de marchés de titrisation durables [voir la partie 4 consacrée à la titrisation]. La Commission tiendra compte du dernier rapport de l'AEAPP pour élaborer les actes délégués pertinents associés à la directive «Solvabilité II», y compris d'éventuels ajustements à apporter au traitement des classes d'actifs autres que la titrisation (infrastructure, PME et entreprises sociales), comme prévu dans le mandat initial de l'AEAPP.

En outre, la directive «Omnibus II»²³ complétera la directive «Solvabilité II» par des mesures spécialement conçues pour renforcer les incitations actuelles visant à faire correspondre les passifs à long terme aux actifs à long terme et à les détenir jusqu'à l'échéance. La liste des

¹⁸ Directive 2009/138/CE du Parlement européen et du Conseil du 25 novembre 2009 sur l'accès aux activités de l'assurance et de la réassurance et leur exercice (Solvabilité II)

¹⁹ Article 132 de la directive « Solvabilité II ».

²⁰ Les exigences de fonds propres ne sont qu'un des éléments déclencheurs des décisions d'investissement, en outre des régimes d'imposition, des règles comptables ou du manque d'expérience des assureurs dans les actifs moins liquides.

²¹ Voir https://eiopa.europa.eu/fileadmin/tx_dam/files/consultations/consultationpapers/EIOPA-13-163/2013-12-19_LTI_Report.pdf.

²² Contrairement à la situation dans le secteur bancaire, les exigences de fonds propres dépendent du profil de risque de chaque assureur et sont nettement inférieures aux paramètres de simulation de crise puisque le calcul ne repose pas exclusivement sur des facteurs. Les exigences de fonds propres correspondent à la perte potentielle encourue par l'assureur en période de crise sur le marché, après avoir pris en considération plusieurs circonstances atténuantes propres à chaque assureur (réduction des futures primes des preneurs d'assurance, crédits d'impôts différés, couverture, diversification par d'autres sources de risque, etc.). Sur la base des analyses d'impact quantitatives les plus récentes à l'échelle européenne, la Commission estime que les exigences de fonds propres correspondant au risque de marché pour un assureur proposant des assurances vie traditionnelles ayant des passifs à long terme sont entre deux et trois fois inférieures aux paramètres de simulation de crise pour chaque type d'investissement.

²³ Une directive proposée en 2011 [COM(2011)0008] pour adapter Solvabilité II au nouveau cadre de mesures d'exécution introduit par le traité de Lisbonne et à la création de l'AEAPP.

actifs éligibles pour la mise en correspondance a été élargie afin d'inclure les principaux investissements à long terme, comme les obligations liées à des projets d'infrastructure.

Actions

- En septembre 2014 au plus tard, la Commission adoptera l'acte délégué pour la directive «Solvabilité II», comprenant un certain nombre d'incitations pour stimuler l'investissement à long terme de la part des assureurs.

Les fonds de pension

Les fonds de pension sont des investisseurs institutionnels ayant un passif à long terme. En tant que tels, ils sont en mesure d'agir en investisseurs «patients». La Commission se félicite que les fonds de pension se tournent de plus en plus vers les investissements alternatifs, comme le capital-investissement privé et les infrastructures, pour diversifier leurs portefeuilles et obtenir des rendements plus élevés²⁴. La proposition IRP 2 adoptée aujourd'hui pourrait contribuer à l'investissement à plus long terme de la part des fonds de retraite professionnelle en limitant la faculté des États membres de restreindre certains types d'investissements à long terme.

Parallèlement aux fonds de retraite professionnelle, les produits de retraite individuelle pourraient également favoriser l'investissement à long terme. En novembre 2012, la Commission a invité l'AEAPP à rédiger un avis technique sur l'élaboration d'un cadre européen pour les activités et la surveillance des produits de retraite individuelle²⁵. Ceux-ci offriraient la possibilité de mobiliser plus d'épargne pour financer les investissements à long terme, favorisant de cette manière à la fois la viabilité des retraites et la croissance économique. L'AEAPP a été invitée à examiner au moins deux méthodes: i) élaborer des règles communes pour permettre l'activité transfrontière de régimes individuels de retraite; ou ii) élaborer un 29^e régime dans lequel les règles de l'Union ne remplacent pas les règles nationales mais offrent une autre solution. L'AEAPP rendra un rapport préliminaire sur les produits de retraite individuelle au cours du premier trimestre 2014.

Actions

- Les services de la Commission soumettront une demande d'avis complète à l'AEAPP dans la seconde moitié de 2014 en vue de créer un marché unique pour les retraites individuelles et éventuellement de mobiliser ainsi davantage l'épargne de retraite personnelle pour le financement à long terme.

Les comptes d'épargne personnels

Le livre vert a reçu le soutien de certaines parties intéressées pour avoir envisagé des moyens d'accroître les flux d'épargne transfrontières, par exemple, l'introduction d'un compte d'épargne européen visant à offrir un cadre normalisé devant encourager les épargnants à contribuer au financement à long terme. Cet exercice examinerait dans un premier temps les modèles nationaux pour en étudier les aspects tels que les taux de rémunération, la garantie des dépôts à l'échelon national, la complémentarité avec les régimes nationaux existants, la collecte de fonds et les critères d'octroi de prêts.

²⁴ La part de leurs actifs consacrée aux investissements de ce type reste toutefois limitée, notamment dans le domaine des actifs d'infrastructure. Par exemple, une récente enquête de l'OCDE sur 86 grands fonds de pension et fonds de réserve publics (<http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/survey-large-pension-funds.htm>) a conclu que seulement 1 % des actifs étaient investis dans des fonds d'infrastructure non cotés et 12 % à 15 % dans d'autres fonds alternatifs (les actifs restants étant investis dans des fonds obligataires et des fonds actions cotés).

²⁵ http://ec.europa.eu/internal_market/pensions/docs/calls/072012_call_en.pdf.

Actions

- Les services de la Commission entreprendront, d'ici la fin 2014, une étude des éventuelles défaillances du marché et autres insuffisances concernant les flux d'épargne transfrontières, comprenant un panorama des modèles nationaux de comptes d'épargne et une évaluation de l'opportunité d'introduire un compte d'épargne européen.

3. FAIRE UN MEILLEUR USAGE DU FINANCEMENT PUBLIC

Le secteur public apporte une contribution fondamentale à la formation de capital brut sous la forme d'investissements corporels et incorporels. Il convient de déployer des efforts pour garantir une utilisation plus transparente et efficiente des fonds publics, afin de maximaliser le rendement de l'investissement public, sa contribution à la croissance et sa capacité à mobiliser les investissements privés. La Commission continuera de suivre les politiques budgétaires de l'UE-28, y compris la qualité des dépenses publiques et le respect de la procédure concernant les déficits excessifs dans le cadre du semestre européen. Un large spectre d'action s'impose, s'étendant à l'activité des banques de développement nationales et des organismes de crédit à l'exportation.

Les banques de développement nationales (BDN)

Les banques de développement nationales et régionales, au même titre que la BEI/le FEI et d'autres banques de développement multilatérales (BDM) comme la BERD, jouent un rôle important pour catalyser le financement à long terme. Ces dernières années, elles ont intensifié leurs activités afin de répondre à la contraction des bilans des prêteurs commerciaux. Eu égard à la stabilisation de la situation économique et à la capacité de prêt limitée de ces institutions, il faut concentrer l'attention sur les défaillances du marché et sur les opérations à valeur ajoutée. Au cours de la consultation, des appels ont été lancés pour une multiplication des initiatives communes entre l'Union et les États membres ou les acteurs multinationaux et une simplification des procédures visant à promouvoir la coopération et les synergies entre le budget de l'Union et la BEI/le FEI, les BDM et les BDN, ainsi qu'à améliorer la participation des BDN dans les politiques de l'Union et l'accès aux fonds de l'Union. Les politiques comprennent l'environnement, les externalités liées au climat, l'innovation, ainsi que le développement du capital social et humain. La question de la coordination entre les banques multilatérales et les BDN a été jugée importante pour optimiser les synergies et les complémentarités et éviter la duplication des efforts et les doubles financements.

Actions

- La Commission publiera en 2014 une communication concernant les banques de développement afin de fournir des orientations sur les principes généraux; la gouvernance et la transparence, facteurs essentiels pour garantir la confiance des investisseurs et des conditions de financement favorables; la surveillance et les aspects réglementaires; et le rôle des BDN dans les investissements conjoints et l'affectation des fonds du budget de l'Union en faveur des priorités stratégiques de l'Union pour 2020 et au-delà.
- La Commission encouragera et surveillera la coopération des BDN avec la BEI/le FEI et, peut-être, avec d'autres BDM, ainsi qu'il lui a été demandé lors du Conseil européen de juin 2013, et présentera son rapport au Conseil de décembre 2014.

Les organismes de crédit à l'exportation

Les organismes de crédit à l'exportation sont à la fois des investisseurs et des garants/assureurs de risque pour le financement à long terme. Par conséquent, ils pourraient

jouer un rôle important en soutenant les investissements transfrontières au sein de l'Union ainsi que les exportations de biens d'investissement en dehors de l'Union. Il s'agit d'un domaine où les tensions consécutives au risque souverain ont un effet immédiat sur le financement à long terme, notamment dans le cas des garanties à long terme.

Actions

- Les services de la Commission publieront un rapport sur la promotion en faveur d'une meilleure coordination et coopération entre les régimes nationaux de crédit à l'exportation existants.

4. DEVELOPPER LES MARCHES DE CAPITAUX EUROPEENS

Un effort politique s'impose en Europe pour diversifier les canaux de financement. Les marchés de capitaux européens sont, en moyenne, relativement peu développés et ne sont pas en mesure, à l'heure actuelle, de combler le manque de financement créé par le désendettement des banques. Des instruments financiers adéquats sont également nécessaires pour permettre aux marchés financiers de jouer un rôle actif et efficace dans la mise à disposition de fonds pour l'investissement à long terme. Il s'agit notamment d'instruments financiers innovants en rapport avec les principaux défis de la croissance durable en Europe, comme les obligations d'infrastructure, les obligations climatiquement responsables et les obligations à effet social (*voir la section 6*).

Les marchés des actions et des obligations d'entreprises

Le financement sur le marché des capitaux a beaucoup souffert depuis la crise, mais la tendance à la baisse remonte aux années 90. Le nombre d'introductions en bourse en Europe et aux États-Unis est environ cinq fois inférieur au niveau d'avant 1999²⁶. Des études américaines montrent également que le délai d'introduction en bourse a doublé, passant de 4,8 ans au début des années 80 à plus de 9 ans depuis 2007²⁷. Même s'ils tiennent compte de la nature cyclique des introductions en bourse, ces constats ont de quoi inquiéter, a fortiori quand il est question de création d'emplois, puisque les mêmes études américaines montrent que les entreprises réalisent 92 % de leur croissance après l'introduction en bourse. La création, par plusieurs associations du marché²⁸, d'une task-force consacrée aux introductions en bourse est une initiative qui mérite d'être saluée.

L'émission d'obligations d'entreprise est une pratique utilisée par les grandes entreprises notées qui émettent des obligations de montant élevé achetées par les établissements financiers. Ce marché est en expansion depuis quelques années. Ces instruments restent toutefois généralement hors de portée des PME et des entreprises de capitalisation moyenne même si, dans le passé, plusieurs marchés d'émissions obligataires par offre au public ont également vu le jour en Allemagne (BondM lancé en 2010), au Royaume-Uni (ORB lancé en 2010), en France (IBO lancé en 2012) et en Italie (ExtraMOT PRO lancé en 2013).

²⁶ Les introductions en bourse au Royaume-Uni, en Allemagne, en France, en Italie et en Espagne sont passées d'environ 350 par an entre 1996 et 2000 à quelque 70 par an entre 2008 et 2012 (voir OCDE, document de travail, *Making Stock Markets Work to Support Economic Growth*, http://www.oecd-ilibrary.org/fr/governance/making-stock-markets-work-to-support-economic-growth_5k43m4p6ccs3-en). Une baisse similaire a été enregistrée aux États-Unis, où le nombre d'introductions en bourse a chuté d'environ 500 par an avant 1999 à quelque 100 par an après 1999 (voir <http://www.sec.gov/info/smallbus/acsec/ipotaskforceslides.pdf>).

²⁷ Voir <http://www.sec.gov/info/smallbus/acsec/ipotaskforceslides.pdf>.

²⁸ La Fédération des bourses européennes (FESE), European Issuers et l'Association européenne des sociétés de capital-risque (EVCA). Voir <http://www.fese.eu/en/?inc=cat&id=8>

En dépit de ces initiatives nationales, les marchés de capitaux européens, obligations et actions confondues, restent fragmentés, peu attractifs pour les PME et les moyennes capitalisations et marqués par un faible niveau d'investissement transfrontière dans les titres autres que les valeurs-vedettes (*blue chips*). Des obstacles majeurs subsistent, comme les divergences législatives dans le domaine des valeurs mobilières et des faillites.

Actions

- La Commission veillera, à travers l'acte délégué visé dans la directive «MiFID II»²⁹, à ce que les exigences des marchés de croissance des PME prévoient un niveau minimal de charges administratives pour les émetteurs sur ces marchés, tout en maintenant un niveau élevé de protection des investisseurs. Ces exigences portent notamment sur la proportion minimale de petits et moyens émetteurs sur ces marchés, les critères adéquats d'admission à la négociation, les informations aux investisseurs et les informations financières.
- Les services de la Commission entreprendront une étude pour déterminer s'il y a lieu, dans le prolongement des améliorations introduites par MiFID II pour les titres autres que les actions, d'adopter de nouvelles mesures afin de permettre la création d'un marché secondaire liquide et transparent pour le négoce des obligations d'entreprise dans l'Union.
- La Commission évaluera les conséquences et les effets des règles de la directive sur les prospectus d'ici la fin 2015³⁰. Cette évaluation portera notamment sur le régime d'information proportionné pour les petits et moyens émetteurs et les entreprises à capitalisation boursière réduite.
- La Commission examinera également si les critères d'éligibilité qui régissent les investissements par des organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) doivent être élargis aux valeurs mobilières cotées sur les marchés de croissance des PME présentant certaines caractéristiques de liquidité, en prévision de la mise en œuvre du cadre MiFID II. La question de savoir si les fonds européens d'investissement à long terme (FEILT) devraient également pouvoir investir dans des PME cotées est actuellement au cœur des débats dans le cadre de la proposition de la Commission sur les FEILT³¹. La proposition de la Commission inclut déjà les PME non cotées dans les classes d'actifs éligibles pour l'investissement d'un FEILT.

La titrisation

Les opérations de titrisation permettent aux banques de refinancer les prêts en mettant en commun des actifs et en les transformant en titres attrayants pour les investisseurs institutionnels. Pour les banques, ces opérations dégagent des ressources de capital qui renforcent leur capacité à accroître leur volume de prêts et à financer la croissance économique. Pour les investisseurs institutionnels, ces titres, pour autant que leur volume soit

²⁹ Conformément à l'article 35 de la Directive du Parlement européen et du Conseil concernant les marchés d'instruments financiers abrogeant la Directive 2004/39/CE (MiFID II), tel que rédigé dans le texte final de compromis.

³⁰ Article 4 de la directive 2010/73/UE du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation et la directive 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé.

³¹ Voir par exemple le projet de rapport du Parlement européen rédigé par Kratsa-Tsagaropoulou sur la proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil relatif aux fonds européens d'investissement à long terme.

suffisant, ouvrent des possibilités d'investissements liquides dans des classes d'actifs dans lesquelles ils n'investissent pas directement, par exemple les PME ou les emprunts immobiliers.

Certains modèles de titrisation étaient mal réglementés dans le passé. Les faiblesses de ces modèles ont été constatées rapidement et corrigées par la suite lors d'une réforme financière dans l'Union. Des exigences de conservation d'une part du risque («intérêts propres en jeu») existent dans le secteur bancaire de l'Union depuis 2011 et ont été élargies à tous les secteurs financiers. En outre, les obligations de publicité ont été durcies pour permettre aux investisseurs d'acquérir une connaissance approfondie des instruments dans lesquels ils investissent.

Les autorités prennent de nombreuses mesures concrètes pour rendre les opérations de titrisation plus normalisées et transparentes, ranimant ainsi la confiance des investisseurs³². Les institutions et agences de l'Union doivent renforcer leur coopération et mettre en place des synergies, par exemple en vue de normaliser les modèles de rapports d'information. Parallèlement, les initiatives menées par le secteur financier, comme la mise en œuvre de labels, contribuent également à ces objectifs.

En dépit de ces mesures, aucune reprise notable n'a été observée sur ce marché jusqu'à présent, une situation qui s'explique en grande partie par les préjugés qui restent associés à ces opérations et par leur traitement réglementaire. De nombreuses parties intéressées ont demandé une différenciation des produits de titrisation à des fins prudentielles afin de favoriser le développement de marchés de titrisation durables. Le rapport technique de l'AEAPP sur la directive «Solvabilité II» et la proposition de la Commission sur la réforme structurelle du secteur bancaire introduisent une différenciation pour les produits de titrisation de «grande» qualité.

Actions

- La Commission travaillera sur la différenciation des produits de titrisation de «grande» qualité en vue d'assurer la cohérence entre les secteurs financiers et d'envisager un éventuel traitement réglementaire préférentiel compatible avec les principes prudentiels. La Commission envisagera d'introduire cette approche dans la législation pertinente de l'Union pour l'ensemble des secteurs financiers. La Commission prendra notamment en considération le fait qu'un certain nombre de produits de titrisation pourraient prochainement voir leur liquidité augmenter sous l'effet de la différenciation et de la normalisation de ces produits.
- La Commission collaborera avec les responsables internationaux des normes, notamment avec le Comité de Bâle et l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), afin d'élaborer et de mettre en œuvre des normes internationales, notamment concernant les règles relatives à la conservation du risque, la normalisation de grande qualité et la transparence pour garantir la cohérence et éviter l'arbitrage réglementaire.

Les obligations garanties

Les obligations garanties sont une méthode courante pour recourir aux marchés de capitaux et y trouver des financements adossés à des actifs de bonne qualité. Si ces instruments confèrent aux investisseurs une sécurité et de la liquidité par rapport aux titres non garantis de premier

³² Les principales initiatives sont les dispositions juridiques du règlement sur les agences de notation de crédit qui imposent à l'AEAMF de mettre en place un site internet public (CRA3, art. 8 *ter*) ainsi que la base de données européenne centralisée (*European Data Warehouse*, EDW) soutenue par la BCE.

rang, ils apportent également aux émetteurs des avantages tels qu'un financement rentable et une diversification du financement. Bien que plusieurs dispositions de l'Union fassent référence aux obligations garanties, il n'y a actuellement aucun cadre unique harmonisé. Certains États membres n'ont aucune législation propre à ce sujet. Un certain degré de convergence est toutefois apparu consécutivement à l'évolution des critères d'éligibilité applicables aux exigences de fonds propres préférentielles dans le secteur bancaire, qui sont devenus la référence sur le marché³³.

Actions

- La Commission réexaminera le traitement des obligations garanties dans le règlement CRR d'ici la fin 2014³⁴ dans le but de poser les bases d'un marché européen intégré des obligations garanties. L'examen portera sur la qualité du crédit, les sûretés admissibles et la transparence. Il pourrait également se pencher sur le renforcement de la surveillance, le caractère exécutoire des droits préférentiels et les aspects liés à la ségrégation des actifs en cas de faillites.
- S'appuyant sur les conclusions de l'examen susmentionné, les services de la Commission entreprendront une étude sur l'intérêt d'introduire un cadre européen des obligations garanties.

Le placement privé

Les placements privés offrent une autre solution que les prêts bancaires et l'émission publique d'obligations d'entreprises. Ils pourraient accroître la disponibilité de financement pour les entreprises moyennes à grandes non cotées et, éventuellement, les projets d'infrastructure. Le cadre réglementaire actuel autorise les placements privés et certains États membres ont déjà mis ces marchés en place (le *Schuldschein* en Allemagne et l'Euro PP en France, par exemple). L'offre et la demande pour cette solution de financement sont en hausse, comme l'attestent la croissance des marchés existants dans l'Union et le nombre d'émetteurs européens qui affluent sur le marché américain du placement privé³⁵.

Cependant, cette activité ne s'est pas imposée à grande échelle en Europe, notamment en raison de l'absence de documents et d'informations normalisés sur la solvabilité des émetteurs et du manque de liquidité sur le marché secondaire. Les informations sur la relance étant particulièrement importantes pour les investisseurs qui choisissent ces produits, les différences entre les réglementations européennes sur l'insolvabilité sont également citées comme des entraves à la création d'un marché transfrontière élargi du placement privé.

Actions

- Les services de la Commission réaliseront, d'ici la fin 2014, une étude pour répertorier les marchés du placement privé en Europe et les comparer à d'autres localisations/pratiques, analyser les principales clés de leur succès et mettre au point des recommandations stratégiques sur la manière de reproduire ces bons résultats à l'échelle plus large de l'Union. Ils soupèseront également les risques potentiels, dans

³³ Les dispositions incluses dans la directive CRD depuis 2006, et désormais dans le règlement CRR, ont déjà donné lieu à une importante harmonisation en ce qui concerne la gamme d'actifs éligibles au titre d'obligations garanties. De même, concernant la transparence, le règlement CRR impose déjà une norme minimale.

³⁴ Voir l'article 503 du règlement CRR.

³⁵ En 2012, 36 entreprises européennes (dont 11 petites entreprises enregistrant un revenu inférieur à 500 millions d'USD) ont utilisé le marché américain du placement privé, pour un montant de près de 20 milliards d'USD. Voir <http://www.thecityuk.com/research/our-work/reports-list/alternative-finance-for-smes-and-mid-market-companies/>

la mesure où les marchés du placement privé sont par définition moins transparents que les marchés de capitaux publics et sont fortement illiquides. Cette étude s'appuiera sur la consultation publique et l'analyse d'impact réalisées en 2007/2008³⁶.

5. AMELIORER L'ACCES DES PME AU FINANCEMENT

La dépendance particulière des PME vis-à-vis du financement bancaire en a fait les premières victimes de la crise. Aujourd'hui encore, il est difficile pour elles d'obtenir des prêts, surtout dans les économies périphériques, notamment en raison de la fragmentation du secteur bancaire³⁷.

Un aspect essentiel du financement des PME consiste à faciliter la conversion des jeunes pousses en PME et en entreprises de capitalisation moyenne, autrement dit l'évolution sur «l'échelle du financement». Au cours de leur cycle de vie, les PME font appel à une combinaison de sources de financement, dont la dette bancaire et les fonds propres extérieurs provenant d'investisseurs individuels privés (*business angels*), le capital-risque, les fonds privés et, enfin, les marchés de capitaux. Les PME éprouvent souvent des difficultés à passer d'une combinaison de sources de financement à une autre. À différents stades de leur croissance, les entreprises sont confrontées à des «déficits de financement» et des «déficits d'éducation». C'est particulièrement le cas dans les premiers mois de création et lors de la phase de croissance, en raison notamment d'un financement limité basé sur le capital-risque en Europe.

En 2011, la Commission a adopté un plan d'action pour le financement des PME. Nombre de ces actions se sont concrétisées, notamment les mesures réglementaires, les programmes financiers et les initiatives de facilitation. Un aperçu de la mise en œuvre du plan d'action figure dans le document de travail joint à la présente communication. Certaines de ces actions sont toujours en cours, telles que les initiatives visant à corriger les déficits d'éducation et d'information des PME par le biais du réseau Entreprise Europe. Le prochain réseau, qui deviendra opérationnel en 2015³⁸, offrira une gamme plus étendue de conseils et d'assistance aux PME concernant l'accès au financement et collaborera étroitement avec d'autres prestataires de services locaux, comme les intermédiaires financiers et les comptables. Plusieurs programmes d'accompagnement existent au niveau national, principalement pour préparer les PME à entrer sur les marchés de capitaux (tels que le programme ELITE développé par Borsa Italiana)³⁹.

Un problème souvent désigné comme une entrave qui a traditionnellement induit une plus grande dépendance des PME vis-à-vis du financement par les banques locales est le manque d'informations adéquates, comparables, fiables et aisément accessibles sur le crédit concernant les PME. En novembre 2013, la Commission a organisé un atelier en présence d'un grand nombre de parties intéressées pour débattre des pratiques nationales privées et publiques et des initiatives nouvelles, en vue de trouver des pistes permettant d'améliorer

³⁶ Voir http://ec.europa.eu/internal_market/investment/private_placement/index_en.htm.

³⁷ Voir l'enquête de la BCE sur l'accès au financement des PME de la zone euro, réalisée d'avril à septembre 2013,

<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/accesstofinancesmallmediumsizedenterprises201311en.pdf?acff8de81a1d9e6fd0d9d3b38809a7a0>. Seules 33 % des PME qui ont introduit une demande de crédit en Grèce ont obtenu l'intégralité du montant demandé, et seules 50 % en Espagne et en Italie (contre une moyenne de 65 % dans la zone euro et 87 % en Allemagne). Quelques timides signes d'amélioration pointent toutefois à l'horizon: 60 % des PME d'Irlande affirment avoir réussi à obtenir un prêt, contre 30 % lors du semestre précédent, tandis qu'en Espagne le pourcentage est passé de 40 % à 50 %.

³⁸ Voir le récent appel à propositions lancé par la Commission (http://ec.europa.eu/enterprise/contracts-grants/calls-for-proposals/index_en.htm).

³⁹ Voir <http://elite.borsaitaliana.it/en>.

l'information des PME. Cet atelier a confirmé que les investisseurs et pourvoyeurs de fonds rencontraient des obstacles manifestes pour accéder à des informations fiables, accessibles et comparables sur les PME dans l'Union. Ces obstacles sont en partie associés aux grandes disparités entre les États membres quant au degré d'information publique et à la publication de ces informations, essentiellement en raison de la conception des cadres juridiques nationaux.

Actions

- En 2014, les services de la Commission entreprendront de répertorier les réglementations et les pratiques européennes et nationales qui limitent la disponibilité des informations sur le crédit concernant les PME, dans le but d'examiner les différentes manières dont l'Union pourrait approcher le secteur de l'évaluation du crédit et d'évaluer la possibilité d'harmoniser/accroître la comparabilité des données sur les PME dans l'Union.
- Les services de la Commission relanceront le dialogue entre les banques et les PME afin d'améliorer la culture financière des PME, notamment en ce qui concerne les retours d'information des banques sur les demandes de prêt. Ils évalueront également les bonnes pratiques pour aider les PME à accéder aux marchés de capitaux.

6. ATTIRER DES FINANCEMENTS PRIVÉS DANS LES INFRASTRUCTURES QUI METTENT EN ŒUVRE LA STRATEGIE «EUROPE 2020»

L'investissement dans l'infrastructure visait à l'origine principalement les grands projets d'investissement comme les réseaux routiers et ferroviaires, les pipelines et les réseaux de transmission, et les structures nationales de télécommunication. La nouvelle approche adoptée au titre du mécanisme pour l'interconnexion en Europe (MIE) et des Fonds structurels et d'investissement européens met l'accent sur la durabilité, l'efficacité énergétique, l'innovation, l'interopérabilité et les liaisons au sein d'une infrastructure européenne multimodale. Cette approche suppose une évolution passant par un accroissement de la part du transport ferroviaire et une gestion intelligente du trafic dans le secteur du transport, une production énergétique à faible taux d'émission de carbone et un souci d'efficacité énergétique dans le secteur de la construction, ainsi que des interconnexions dans les secteurs de l'énergie et des TIC.

L'initiative européenne relative aux obligations de projet (IOP)⁴⁰ a été mise en avant par de nombreuses parties intéressées comme un exemple à suivre pour attirer les capitaux privés dans les projets d'infrastructure; les services de la Commission examinent actuellement une série d'améliorations de l'IOP et la possibilité d'étendre les obligations de projet à d'autres secteurs d'infrastructure, comme le transport durable, les sources d'énergie renouvelables et les actifs de réseaux intelligents. Les modalités pratiques des contributions éventuelles au titre des Fonds structurels et d'investissement européens conformément aux règlements concernés peuvent notamment faire partie des points examinés.

Dans ce contexte, la Commission encouragera les pouvoirs adjudicateurs de toute l'Union à envisager la participation du secteur privé, si elle est économiquement avantageuse, à la réalisation des projets d'infrastructure; elle encouragera les autorités à recourir à des analyses du cycle de vie complet et du rapport qualité-prix et à favoriser les offres qui proposent un

⁴⁰ L'IOP est un instrument de partage des risques mis en place par la Commission et la BEI et dont l'objectif est de permettre aux sociétés chargées des projets d'émettre des emprunts obligataires pour le financement de projets qui soient attrayants pour les investisseurs sur le marché des capitaux d'emprunt dans les secteurs des réseaux transeuropéens de transport (RTE-T) et de l'énergie (RTE-E), ainsi que les télécommunications et les réseaux à large bande.

large choix de financements, en parfaite conformité avec les récentes modifications apportées aux directives sur les marchés publics. De la même manière, améliorer la disponibilité d'informations et de données transparentes sur les nouveaux projets de partenariat public-privé (PPP) pourrait inciter les investisseurs institutionnels à financer des projets européens.

Malgré l'importance de l'investissement dans l'infrastructure, il y a très peu d'informations paneuropéennes cohérentes disponibles sur la performance des crédits à l'infrastructure. Dans son rapport de décembre 2013 à la Commission, l'AEPP a qualifié ce manque de données d'obstacle à la réalisation des analyses nécessaires pour recommander un calibrage à la baisse des exigences de fonds propres pour les actifs d'infrastructure.

Les infrastructures sont, par nature, des actifs de grande taille, c'est pourquoi les échantillons sont plus petits que pour les crédits d'entreprise traditionnels. Les informations sont souvent la propriété des banques et des investisseurs partenaires et sont soumises à des clauses de confidentialité strictes. En mettant ces informations à la disposition du marché élargi, il est possible non seulement d'agrandir la base d'investisseurs institutionnels mais également d'aider les organismes de régulation à examiner les avantages d'un régime prudentiel sur mesure pour les investissements dans les infrastructures.

Actions

- Les services de la Commission évalueront en 2014 la possibilité de mise à disposition volontaire, si possible par le biais d'un portail unique, des informations existantes sur les projets et les plans d'investissement dans l'infrastructure par les autorités nationales, régionales et municipales.
- Les services de la Commission évalueront en 2014 les possibilités et les modalités de collecte et, si possible, de publication de statistiques de crédit complètes et harmonisées sur la dette liée aux infrastructures, accessibles en un point unique. Cet exercice constituerait un soutien aux travaux du CSF et du G20 et pourrait réunir la BEI, la BERD, les BDN et les investisseurs institutionnels.

7. AMELIORER LE CADRE ELARGI DU FINANCEMENT DURABLE

La capacité de l'économie à mettre à disposition des fonds pour le financement à long terme dépend également d'un certain nombre de facteurs horizontaux comme la gouvernance d'entreprise, la comptabilité et l'environnement juridique et fiscal. L'environnement entrepreneurial et réglementaire en général joue un rôle important pour l'investissement aussi bien national que transfrontière.

Gouvernance d'entreprise

La manière dont les actifs sont gérés peut jouer un rôle important dans le financement à long terme en faisant concorder les incitations des investisseurs institutionnels, des gestionnaires d'actifs et des entreprises avec leurs stratégies à long terme et en réduisant dès lors les craintes liées au court-termisme, à la spéculation et aux relations d'agence.

De nombreuses parties intéressées, ainsi qu'un grand nombre d'études empiriques et de rapports, soulignent les avantages possibles de la participation financière des salariés et de l'actionnariat des salariés pour l'amélioration de la productivité et de la compétitivité, d'une part, et la motivation et la fidélisation des salariés, d'autre part. Ces plans donnent naissance à des actionnaires engagés qui privilégient le long terme.

Des éléments convaincants attestent l'importance des questions environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) pour la performance durable à plus long terme des sociétés et des investisseurs qui s'engagent en faveur de ces questions. La Commission a déjà imaginé

plusieurs initiatives pour accroître la transparence des entreprises par les entreprises elles-mêmes, comme la proposition sur la publication d'informations non financières⁴¹. Pourtant, seuls peu d'investisseurs tiennent compte des questions ESG pour constituer leurs portefeuilles et certains investisseurs considèrent même qu'intégrer ces facteurs irait à l'encontre de leur responsabilité fiduciaire d'obtenir la meilleure rentabilité pour les bénéficiaires.

Actions

- La Commission envisagera la présentation d'une proposition de révision de la directive relative aux droits des actionnaires visant à mieux harmoniser les intérêts à long terme des investisseurs institutionnels, des gestionnaires d'actifs et des entreprises.
- Dans le cadre du projet pilote du Parlement européen intitulé «Promotion de l'actionnariat et de la participation des salariés», la Commission prévoit en 2014 d'évaluer l'actionnariat des salariés dans toute l'Union afin de dresser l'inventaire des problèmes liés à la mise en œuvre transfrontière de régimes d'actionnariat et de participation des salariés et de proposer des actions envisageables au niveau de l'Union pour promouvoir la participation des salariés, et en particulier l'actionnariat.
- La Commission envisagera la publication d'une recommandation destinée à améliorer la qualité de la transmission d'informations en matière de gouvernance d'entreprise, d'un rapport sur les incitations données aux investisseurs institutionnels et aux gestionnaires d'actifs pour tenir davantage compte des informations environnementales (l'empreinte carbonique et les risques pour le climat, par exemple), sociales et de gouvernance (ESG) dans leurs décisions d'investissement, ainsi que d'une étude sur les responsabilités fiduciaires et la durabilité.

Les normes comptables

Le livre vert a abordé la question de la conciliation entre l'exactitude des informations fournies aux investisseurs et l'incitation à détenir et à gérer des actifs à long terme. Dans ce contexte, la comptabilité à la juste valeur a suscité les critiques d'une série de parties intéressées, qui lui reprochent d'introduire une part de volatilité du marché dans les rapports d'information financière et de favoriser ainsi les comportements à court terme. De nombreux répondants ont commenté l'importance du cadre conceptuel de l'IASB pour garantir que les normes comptables à venir sont élaborées sans porter préjudice à l'investissement à long terme. Ils ont également évoqué les travaux en cours au sein de l'IASB sur la révision de la norme sur les instruments financiers (IFRS 9).

Le règlement de 2002 sur les normes comptables internationales (IAS) fait l'objet d'une évaluation qui doit déterminer, entre autres, si les critères d'adoption définis en 2002 sont toujours de circonstance et suffisamment solides pour l'Europe d'aujourd'hui et pour demain⁴².

À cet égard, le traitement comptable des PME joue un rôle important. De nombreuses parties intéressées demandent, pour les PME cotées, une version simplifiée de l'ensemble des normes IFRS applicables à toutes les entreprises cotées, tout en admettant que des normes strictes sont nécessaires pour garder la confiance des investisseurs⁴³. En outre, un cadre

⁴¹ COM(2013) 207

⁴² Voir le rapport de Philippe Maystadt intitulé «*Should IFRS Standards be More European?*», http://ec.europa.eu/internal_market/accounting/docs/governance/reform/131112_report_en.pdf

⁴³ Le Conseil des normes comptables internationales (IASB) a élaboré un ensemble de normes simplifiées, les normes IFRS pour PME. Ces normes sont toutefois destinées aux entreprises non cotées.

comptable autonome et complet destiné aux PME non cotées pourrait être utile pour les groupes transfrontières. Actuellement, les PME non cotées sont soumises aux règles comptables nationales inspirées de la directive européenne sur la comptabilité récemment révisée, qui définit des principes fondamentaux communs que les États membres doivent respecter lorsqu'ils élaborent leurs cadres comptables nationaux pour les PME (*voir le document de travail des services de la Commission*).

Actions

- Dans le cadre de son adoption de la norme IFRS 9 révisée, la Commission examinera si l'utilisation de la juste valeur est adéquate dans le cas de cette norme, en particulier en ce qui concerne les modèles économiques d'investissement à long terme.
- La Commission invitera l'IASB à prendre dûment en considération les conséquences de toutes ses décisions sur les horizons d'investissement des investisseurs, aussi bien dans le cadre des projets particuliers concernés que dans l'élaboration de son cadre conceptuel. Dans ce contexte, il convient d'accorder une attention particulière à la réintroduction du concept de prudence.
- Les services de la Commission évalueront le règlement IAS pour examiner avec les parties intéressées, dans le courant de 2014, l'opportunité des critères d'adoption, en prenant notamment en considération les besoins de financement à long terme de l'Europe.
- En 2014, les services de la Commission lanceront une consultation pour examiner i) la nécessité d'instaurer une norme comptable simplifiée pour les états financiers consolidés des PME cotées, et ii) l'utilité d'une norme comptable autonome et complète pour les PME non cotées, en complément de la directive comptable.

Environnement fiscal et juridique

Une grande majorité des régimes d'impôt sur les sociétés en Europe (et dans le monde) favorisent l'endettement par rapport aux capitaux propres en autorisant la déduction de la charge des intérêts, alors qu'aucun traitement similaire n'existe pour les coûts liés au financement par émission de fonds propres. Cette distorsion fiscale en faveur de l'endettement risque d'encourager les entreprises à emprunter davantage et de pénaliser les entreprises innovantes et les jeunes pousses financées grâce à des capitaux propres. Cette question a suscité un intérêt majeur lors de la consultation publique.

S'agissant de l'environnement juridique du financement à long terme, les divergences entre les systèmes de droit des États membres relatifs à l'insolvabilité et le manque de flexibilité de ces lois génèrent des coûts élevés pour les investisseurs, des rendements faibles pour les créanciers et des difficultés pour les entreprises ayant des activités ou des participations transfrontières dans l'Union. Ce manque d'efficacité se ressent sur la disponibilité du financement ainsi que sur la capacité des entreprises à s'établir et à grandir, pour les PME en particulier. Par ailleurs, il existe des entraves juridiques au transfert de créances, c'est-à-dire le concept juridique de la «cession de créances», qui intervient dans de nombreuses opérations de financement transfrontières, comme la titrisation et l'affacturage. L'absence de réglementation claire au niveau de l'Union⁴⁴ est source d'insécurité juridique pour la cession de créances transfrontière.

Actions

⁴⁴ Le règlement (CE) n° 593/2008 sur la loi applicable aux obligations contractuelles (Rome I) ne règle actuellement pas expressément cette question.

- La Commission continuera d'encourager, par des recommandations individuelles adressées aux différents pays dans le cadre du processus du semestre européen, l'investissement en capitaux propres, notamment dans les États membres où la fiscalité des entreprises favorise l'endettement.
- Comme le prévoit la recommandation de mars 2014⁴⁵ relative aux principes de bonnes pratiques visant à permettre le redressement rapide des entreprises viables et à offrir une seconde chance aux entrepreneurs en faillite, la Commission examinera la mise en œuvre de la recommandation et évaluera la nécessité de mener des études complémentaires.
- Les services de la Commission publieront en 2014 un rapport sur le droit applicable à la question des tiers dans le domaine de la cession de créances.

8. CONCLUSION

Il est essentiel, pour assurer la croissance intelligente, durable et inclusive de l'Europe, d'encourager le financement à long terme. La présente communication propose une large gamme d'initiatives dans différents domaines. Certaines dérivent de la réglementation actuelle, d'autres sont d'une nature plus expérimentale. Toutes visent à ce que le système financier mette à disposition davantage de ressources pour les investissements à long terme.

La Commission s'engage à mettre en œuvre ce plan d'action. À cette fin, elle rencontrera au besoin, et sur une base régulière, toutes les parties intéressées concernées. La Commission invite les États membres et le Parlement européen à soutenir les initiatives présentées dans la présente communication.

⁴⁵ C(2014) 1500