



Association Nationale des Sociétés par Actions

39 rue de Prony – 75017 Paris

Tél. 01 47 63 66 41 Fax 01 42 27 13 58 - <http://www.ansa.fr> - ansa@ansa.asso.fr

2013 – II

Juin 2013

n° 13-019

Livre vert du 20 mars 2013 de la Commission européenne sur le financement à long terme de l'économie *Observations présentées par l'ANSA¹*

La Commission a publié le 20 mars 2013 un livre vert sur l'investissement à long terme dont l'objectif affiché est de susciter le débat le plus large sur la capacité du système financier à orienter l'épargne vers l'investissement à long terme. Le G20 a récemment décidé de lancer des travaux sur ce sujet, identifié comme un paramètre indispensable pour financer l'innovation, la recherche, les infrastructures et la transition écologique.

La Commission propose d'engager le débat sur les thèmes suivants et demande à toutes les parties intéressées de répondre aux questions évoquées d'ici le 25 juin 2013 (à l'adresse électronique suivante : markt-consultation-long-term-financing@ec.europa.eu). Le Conseil d'administration de l'ANSA, lors de sa réunion du 20 juin 2013, s'est prononcé de la manière suivante sur les orientations proposées. *EuropeanIssuers* répondra parallèlement dans le même sens à la Commission européenne.

1. La capacité des institutions financières à canaliser l'épargne vers des projets d'investissement à long terme

L'objectif serait de rechercher le meilleur équilibre entre exigences prudentielles et incitations à l'investissement de long terme pour les établissements de crédit, les compagnies d'assurance, réassureurs et fonds de pensions.

S'agissant des établissements de crédit, la Commission s'interroge sur la nécessité de mieux calibrer les règles prudentielles pour éviter toute répercussion négative sur le financement à long terme, tout en préservant la stabilité financière.

A titre d'exemple, le Comité de Bâle a décidé, début janvier 2013, de faire évoluer ses règles dans un sens conforme à la proposition « CRD IV », notamment en acceptant une application graduelle du ratio de couverture de liquidité (*liquidity coverage ratio*), entre 2015 et 2019.

La Commission s'interroge par ailleurs sur les autres facteurs susceptibles d'influencer l'investissement à long terme des institutions financières non-bancaires, comme les règles comptables et la possibilité de mettre en place des instruments d'investissement groupés.

La Commission souhaite recueillir l'avis des différentes parties prenantes sur ces aspects.

Réponse : Les émetteurs restent préoccupés par l'effet négatif de certains projets de règles internationales (*Bâle III, Solvency II*) sur le financement des sociétés industrielles et

¹ - La présente note a été transmise à la Commission européenne le 25 juin 2013.

commerciales de toutes tailles - autrement dit, de l'économie réelle - par les banques et les compagnies d'assurance. Les effets négatifs de ces régulations prudentielles se font déjà sentir. La Commission devrait poursuivre et accentuer ses pressions pour une meilleure adaptation de ces règles prudentielles internationales.

2. *L'efficacité des marchés financiers et de l'intermédiation de l'investissement*

L'objectif est de pouvoir disposer de structures de marché efficaces qui permettent aux entreprises non financières d'accéder aux marchés des capitaux et d'y trouver les investisseurs à long terme à un coût raisonnable.

La Commission a proposé d'améliorer la structure et le fonctionnement des marchés financiers en introduisant de nouvelles catégories de plateformes de négociation, en renforçant la transparence des informations de marché, en encadrant les activités spéculatives et en assurant mieux la protection des investisseurs (projets de règlement et de directive MIF). Il reste à évaluer l'impact réel de ces réformes sur l'investissement de long terme.

Réponse : Tout en apportant leur soutien aux propositions d'extension des exigences de transparence à l'ensemble des instruments financiers négociés sur les différentes plateformes organisées, **les émetteurs** restent préoccupés par l'importance des transactions échappant encore à l'exigence de transparence pré-négociation et par l'insuffisance des propositions visant à améliorer la qualité de la transparence post-négociation. La transparence est en effet indispensable au rétablissement de la confiance des émetteurs et des investisseurs dans l'efficacité et le bon fonctionnement des marchés.

Par ailleurs, il convient de s'interroger sur les moyens de développer en Europe les marchés obligataires comme une alternative aux prêts bancaires. La Commission souhaite examiner l'opportunité d'harmoniser le marché des obligations garanties (*covered bonds markets*).

La Commission envisage également de donner plus de vigueur au marché de la titrisation qui peut contribuer au financement à long-terme de l'économie.

Enfin, la Commission envisagerait de promouvoir les « *project bonds* », ces emprunts obligataires développés avec la Banque européenne d'investissement, qui visent à financer des projets d'infrastructures de transport, d'énergie ou de télécommunications. Les *project bonds* font actuellement l'objet d'un projet pilote dont le bilan sera dressé en 2015.

La Commission déterminera le contenu de ses propositions en fonction des avis recueillis.

Réponse : Les émetteurs soutiennent les orientations proposées pour développer les marchés obligataires.

3. *Fiscalité*

La Commission souligne la différence de traitement fiscal de la dette par rapport à l'investissement sous forme de titres de capital et s'interroge sur son impact sur l'investissement à long terme. Elle soulève aussi la question des incitations fiscales en faveur de l'épargne à long terme.

Réponse : Les émetteurs approuvent pleinement un tel effort de réflexion tendant à une fiscalité davantage orientée vers l'encouragement à la détention du capital à long terme. Ils

constatent en effet que dans nombre d'Etats de l'Union, la fiscalité est décourageante pour l'investisseur à long terme. La prise de risque est généralement mal reconnue et la durée d'immobilisation du capital n'est pas efficacement prise en compte.

Ils constatent aussi qu'au sein de l'UE, sauf à de rares exceptions, le recours à un endettement externe est favorisé par rapport au développement des fonds propres : les intérêts versés aux créanciers (prêteurs ou obligataires) constituent une charge déductible pour la détermination du bénéfice imposable de l'entreprise débitrice alors que les dividendes que cette dernière verse à ses actionnaires n'ont pas cette caractéristique.

Pourtant, d'un strict point de vue économique, les capitaux propres constituent des ressources financières servant, au même titre d'ailleurs que les emprunts, au développement des activités de l'entreprise et à la recherche de croissance.

Dès lors que l'investissement long terme doit être privilégié, une réflexion devrait s'engager, avec étude d'impact à la clé, sur les différentes modalités possibles de prise en compte d'un intérêt notionnel sur les fonds propres, déductible du bénéfice imposable, permettant d'allier à la fois efficacité économique, développement des entreprises et moindre altération des ressources budgétaires. Un petit nombre d'Etats-Membres ont inclus un tel dispositif dans leur fiscalité. Pour assurer un traitement équivalent dans toute l'Union et éviter des délocalisations pour des motifs fiscaux, il conviendrait d'harmoniser l'assiette de l'impôt sur les sociétés sur ce point.

4. *L'engagement à long terme des actionnaires*

La Commission envisage de compléter, notamment par le biais du plan d'action de 2012 sur le droit des sociétés et de *corporate governance*, les mesures déjà prises pour favoriser l'engagement à long terme des actionnaires. Elle s'interroge notamment sur les moyens de mieux prendre en compte les préoccupations à long terme dans les incitations données aux gérants d'actifs et souhaiterait exiger de leur part plus de transparence sur la mise en œuvre de leur mandat. Elle prévoit aussi d'examiner la possibilité d'octroyer un certain nombre d'avantages aux investisseurs à long terme sous la forme de droits de vote et de dividendes accrus.

Réponse : Les émetteurs sont favorables à l'instauration de mesures de transparence accrues dans leurs relations avec les investisseurs institutionnels. De même que les émetteurs sont soumis à des obligations de transparence élevées sur leur gouvernance, les investisseurs institutionnels devraient être tenus de rendre publique leur politique de vote en amont des assemblées générales ainsi que les mises à jour éventuelles. Par ailleurs, ils devraient être tenus de rendre compte *ex post* de l'application de leur politique de vote. Enfin, si les investisseurs décident de ne pas voter, ils devraient l'indiquer dans leur politique de vote (en France, les sociétés de gestion d'OPCVM sont tenues d'expliquer pourquoi elles s'abstiennent de voter : COMOFI, art. L.533-4,8° et RG AMF, art.314-100 et 314-101).

La divulgation des politiques de vote dépend toutefois de la possibilité pour les investisseurs institutionnels d'exercer effectivement leurs droits de vote. Dans un contexte transfrontière, l'existence de barrières techniques et juridiques rend, dans la pratique, l'exercice de ces droits plus difficile. Il convient donc de consacrer, au niveau communautaire, le principe d'identification des actionnaires, certains Etats membres ne reconnaissant pas ce principe, pour s'assurer que la personne habilitée à exercer les droits de vote a bien été identifiée et les informations nécessaires lui ont bien été transmises.

S'agissant du *Say on Pay*, il convient **selon les émetteurs**, que toute proposition de la Commission, dans un contexte d'extrême diversité des régimes et des instruments nationaux, soit suffisamment flexible et respecte les compétences attribuées dans les législations nationales à l'organe d'administration, qui nomme les dirigeants opérationnels et décide de leur rémunération.

Enfin, l'octroi de droits de vote supplémentaires ou de dividendes accrus peut effectivement constituer un moyen de fidéliser les investisseurs à long terme. La France dispose de ce point de vue d'un régime non-discriminatoire qui permet, sous certaines conditions, de récompenser la loyauté des actionnaires et de contribuer, dans un contexte d'actionnariat dispersé, à la stabilité nécessaire à la mise en oeuvre de la stratégie de développement à long terme des entreprises.

5. Principes comptables et « reporting » financier

La Commission s'interroge sur l'impact qu'a pu avoir sur l'investissement à long terme l'application du principe de la juste valeur.

Réponse : Les émetteurs partagent l'analyse selon laquelle l'application de ce principe dans les normes comptables (notamment la norme IFRS 9 sur les instruments financiers) a amplifié d'un point de vue comptable la création de valeur et a accentué la volatilité des marchés, notamment lorsque ceux-ci sont baissiers. Par ailleurs, l'application du principe a très certainement exacerbé le comportement à courte vue et à trop court terme des investisseurs.

En vue de remédier à cette situation, les émetteurs sont d'avis que plusieurs séries d'actions doivent être engagées : au niveau de l'IASB tout d'abord, il convient d'inscrire l'objectif de stabilité financière et d'investissement à long terme dans l'appareil conceptuel de cette organisation ; au niveau des priorités d'action ensuite, la Commission doit renforcer sa capacité à influencer le processus de normalisation internationale, notamment au niveau de l'IASB.

6. Rôle des politiques publiques

La priorité doit être donnée à la réduction des déficits publics, dans le cadre du Pacte de stabilité.

D'autres sujets mériteraient, selon la Commission, d'être abordés : incitations fiscales à l'investissement de long terme, qui touchent notamment à l'imposition des sociétés et de l'épargne (cette question relève des Etats membres) ; prise en compte dans le cadre du régime des aides d'État des mécanismes favorisant l'investissement à long terme (*credit enhancement vehicles*).
