

Rapport 2020

LE CAPITALISME RESPONSABLE : une chance pour l'Europe



INSTITUT
MONTAIGNE





Présentation du Comité Médicis

Le Comité Médicis est un think tank qui mène une réflexion sur les principes, les techniques et les impacts de l'investissement responsable.

Il étudie les grands défis de responsabilité sociale posés par les transformations économiques, technologiques et politiques auxquelles sont confrontées les entreprises, globalement et localement. Il cherche les meilleures manières d'y répondre.

Il s'appuie sur un réseau d'universitaires, d'intellectuels, de dirigeants d'entreprises, de personnalités issues de différents secteurs de la société civile. Il rend compte de ses travaux dans des notes, des rapports, des rencontres et des débats.

Le Comité Médicis est une association loi 1901 soutenue par Amundi, premier gestionnaire d'actifs européen.

SOMMAIRE

05	Présentation - L'entreprise, la nation et l'Europe au temps du Coronavirus
11	Avant-propos
17	CHAPITRE ① Les financements d'un capitalisme responsable européen 1/a - L'épargne et l'investissement en Europe aujourd'hui 1/b - Un état des lieux financier en Europe 1/c - Favoriser l'investissement de long terme 1/d - Le capitalisme responsable et la gestion de crise 1/e - Les besoins en investissements de l'Europe
45	CHAPITRE ② L'information 2/a - Information comptable et <i>reporting</i> extra-financier 2/b - Investir de façon responsable
71	CHAPITRE ③ Un cadre juridique pour une entreprise responsable 3/a - Un cadre juridique harmonisé 3/b - L'Europe doit inciter l'entreprise européenne à se doter d'une raison d'être 3/c - Les directives doivent laisser moins de latitude aux États pour les transposer dans leurs droits internes 3/d - L'entreprise doit disposer d'un actionnariat de long terme
89	Liste des recommandations
99	Glossaire
105	Remerciements

Présentation :
l'entreprise, la Nation
et l'Europe au temps
du Coronavirus



Par Yves Perrier et Jean-Dominique Senard, coprésidents du groupe de travail.

La pandémie de coronavirus aura plongé la France, l'Europe, le monde entier dans une crise sans précédent. Les économies, les entreprises, les échanges, ont été mises à l'arrêt. Les États, partout, adoptent des mesures exceptionnelles destinées à empêcher la casse économique et sociale, dans l'espoir de voir renaître le monde d'avant. Mais ni l'histoire, ni l'économie ne disent jamais "pouce". Les grands équilibres géopolitiques sortiront modifiés, les États vont jouer, pour longtemps, un rôle nouveau, et, pour les entreprises, du moins celles qui auront pu s'en sortir, un horizon inconnu s'ouvre devant elles, avec une incertitude sur ce qu'elles auront à produire, comment, pour qui. Et qui peut prévoir, après cette épreuve, comment s'orienteront les opinions publiques ? La reprise sera un moment de refondation. La conjoncture qui s'ouvre doit être envisagée non pas tant par rapport à un passé qu'il faudrait rétablir que par rapport à l'avenir qu'il faut construire.

Les Nations se sont maintenues grâce à la solidité de leurs institutions, en particulier européennes, et notamment l'action de la Banque Centrale Européenne (BCE), et une foule de dévouements, celui du monde médical d'abord, mais aussi d'une multitude d'anonymes, d'associations et d'entreprises. Aujourd'hui, ce sont les entreprises qui sont au cœur du combat, qui ont la redoutable responsabilité d'en assurer la réussite. Si, au plus fort de la crise, la Nation a tenu pour une grande part grâce à ses médecins et à son système sanitaire, maintenant, ce sont les entreprises qui ont à prendre la relève. Elles vont y trouver une nouvelle raison d'être.

Moment décisif pour les entreprises qui se trouvent chargées d'assurer le rétablissement de la Nation dans toutes ses forces économiques et sociales. C'est leur responsabilité qui sera éprouvée, particulièrement au regard de leur capacité à assumer la fonction sociale qu'elles revendiquaient jusqu'alors. Bien sûr elles ne peuvent pas être responsables sans le concours des pouvoirs publics, des partenaires sociaux ainsi que l'ensemble de leurs parties prenantes. Bien sûr les entreprises ne sauraient se substituer au politique qui trouve sa légitimité dans le vote démocratique. Pour les entreprises, leur responsabilité va être engagée selon trois dimensions principales : une dimension sanitaire, une dimension de solidarité, une dimension de souveraineté et d'indépendance. Elles y joueront la confiance qu'on leur accorde. En dépend la forme que prendra l'organisation économique dans nos pays : de marché, planifiée, administrée...

Les entreprises n'ont pu reprendre leurs activités qu'avec la confiance de leurs salariés et des organisations syndicales. Cesera leur responsabilité commune d'organiser l'activité pour qu'elle se fasse dans les meilleures conditions de sécurité sanitaire. Il s'agit de restaurer les conditions de la confiance mutuelle entre collaborateurs, de refonder les collectifs de travail – ce sans quoi il n'y a pas d'entreprise.



L'épidémie a remis au cœur des nations la valeur de solidarité qui s'exprime tout particulièrement dans les mesures de soutien et de relance prises par les pouvoirs publics. Elles garantissent la survie de toutes les entreprises, celles aidées comme celles qui ne font pas appel aux mesures proposées et qui bénéficient du sauvetage de leur "écosystème". C'est une des dimensions de la raison d'être d'une entreprise que de contribuer au bon fonctionnement de l'ensemble, une forme de sa mission. Le principe de solidarité sera au cœur de la reconstruction. Il va définir pour longtemps l'horizon de la responsabilité des entreprises.

Cette dimension de la solidarité renvoie à la Nation. La protection sanitaire peut, et sans doute même doit, être coordonnée au niveau international, mais n'existe qu'au niveau national, sur des territoires délimités par des frontières à l'intérieur desquelles peut s'exercer un pouvoir souverain. Une nouvelle fois, les nations auront éprouvé que, dans de telles circonstances, – et même en Europe – elles doivent d'abord compter sur leurs propres forces. Dans la phase de reconstruction, les entreprises vont avoir, en même temps qu'elles vont se reconstituer, à contribuer à la mission politique, essentielle, qui est celle d'assurer l'indépendance de la Nation. La mondialisation ne va pas s'interrompre, mais elle devra être gouvernée de manière à ce que, grâce aux échanges qu'elle permet, l'indépendance et la résilience de la Nation soient assurées. Ce sera une des responsabilités des entreprises.

La reconstruction doit être l'occasion d'un *New Deal* entre les entreprises et la Nation. La Nation doit pouvoir compter sur des entreprises responsables, capables d'assurer la reprise dans de bonnes conditions, de jouer la solidarité avec toutes les parties prenantes et de s'organiser de manière à assurer l'indépendance de la Nation. Déjà, dans la période précédente, à travers les notions de "responsabilité sociale des entreprises" comme "d'investissement responsable", et, plus généralement, à travers celle de "capitalisme responsable", ce *New Deal* a commencé à être défini. Il s'agissait de construire un modèle capable d'offrir la prospérité tout en répondant aux deux grands défis du réchauffement climatique et des divisions sociales. Il doit s'enrichir aujourd'hui des responsabilités d'une reconstruction dont les entreprises seront les acteurs essentiels, à qui il reviendra de faire que le sanitaire, l'éducation, l'économique et le social puissent à nouveau jouer de concert. Du côté des pouvoirs publics, cela passe par des mesures favorables à l'investissement et de grands programmes d'innovation. Ce *New Deal* s'impose aujourd'hui comme la condition, le principe même de la reconstruction.



Ce *New Deal* est d'abord une compétence nationale. C'est à chaque Nation de choisir le type du bien-être qu'elle veut procurer à son peuple comme les conditions de son indépendance et de sa souveraineté. Mais, pour les Européens, sa réalisation dépend de sa reprise dans le cadre des politiques de l'Union européenne à laquelle ils ont choisi d'adhérer afin précisément d'assurer leur prospérité, indépendance et résilience. Le *New Deal* du "capitalisme responsable" doit être inscrit au cœur des traités au même titre que l'économie sociale de marché. On ne comprendrait pas, alors encore une fois que notre avenir dépend des entreprises, que la Commission n'en mette l'exigence au cœur de ses préoccupations.

Au lendemain de son installation, elle s'est engagée dans un *Green Deal*, qui vise à faire de l'Union la première économie décarbonée au monde. Mais il convient de répondre à la fois à l'urgence sociale, l'indépendance et la résilience économique des États membres, et d'y intégrer l'exigence climatique et environnementale. L'Europe doit protéger ses frontières, en établissant un prix du carbone. Face à la Covid-19, les institutions européennes ont su s'affranchir de beaucoup de contraintes budgétaires et financières inadaptées à ce moment d'exception. Le Conseil européen a su, en juillet dernier, briser les tabous de la solidarité budgétaire pour permettre le financement d'un puissant plan de relance. Dans la foulée, il convient de passer en revue les mesures et les dispositions qui interdisent, freinent ou empêchent que l'Europe ne se constitue comme la patrie du capitalisme responsable – et de les abandonner ou de les réformer s'il le faut.

La question du "capitalisme responsable" doit être au principe d'une refondation de l'Union européenne, de toute manière indispensable aujourd'hui. Celle-ci repose sur trois piliers : le premier est l'entreprise. On vient d'en décrire les responsabilités et la raison d'être dans le contexte présent : assurer la reprise dans les meilleures conditions sanitaires, solidariser ses parties prenantes autour des mêmes valeurs, générer une prospérité résiliente et durable. Le second pilier est financier : c'est celui d'investisseurs engagés dans le long terme auprès d'entreprises qui assument leurs responsabilités sociales.

Le troisième tient dans le jeu des valeurs qui bornent la responsabilité des entreprises au sens européen : y figurent au premier chef les dimensions sociales de solidarité (la prospérité doit être l'affaire de tous), de résilience (par le souci apporté à la sauvegarde de la planète) et d'indépendance. Pour que ces valeurs s'expriment, les normes comptables et prudentielles, héritées d'une période où le court-termisme régnait en maître, devront être réformées et complétées par une information extra-financière homogène renseignant sur l'action des entreprises vis-à-vis de la société et de l'environnement. Mais, plus essentiel encore, au cœur du *New Deal* et comme sa condition de possibilité, il y a la question du financement des entreprises. Pour qu'existe un capitalisme responsable européen, les entreprises européennes doivent pouvoir trouver le principal de leur financement dans un actionariat européen puissant partageant les valeurs sociales d'une entreprise européenne.



Dans la situation de fragilité actuelle, les entreprises trouveront protection, on peut l'espérer, dans l'action des pouvoirs publics. Mais elle ne pourra être que transitoire de sorte qu'il importe que, dès maintenant et comme un chantier prioritaire, on reprenne la question de la composition et de la destination de l'épargne européenne. C'est une question de salut public parce que d'indépendance nationale et communautaire.

Rares sont les moments où, dans l'histoire d'une Nation, se trouve posée la question du contrat social. C'est le cas des révolutions ou des guerres. Nous vivons un tel moment : pour faire face à l'épidémie, pour que nous nous protégeions mutuellement, nos gouvernements ont dû suspendre les conditions normales de la vie, mesures exceptionnelles car il en allait de la survie même du corps social, à la fois dans sa dimension biologique et politique. C'est une fracture, une rupture, une césure, dans l'histoire nationale dont tout un chacun ressent la profondeur en imaginant ce que devrait être la vie post-crise – et donc aussi le contrat social qui lui correspondrait. Une chose est sûre, ce contrat, ce sont les entreprises qui auront à le mettre en œuvre, en France, en Europe, partout dans le monde, chacun à sa manière. De sorte que ce nouveau contrat sera moins passé entre individus, comme en d'autres temps, qu'entre les entreprises et la Nation.

La restauration de nos capacités, de notre bien-être, comme de nos libertés passe par elles. Il se fera sous le signe des nombreuses responsabilités impliquées par la reconstruction. Au sein de nos *think tanks*, le Comité Médecis et l'Institut Montaigne, nous avons travaillé à en préciser les termes. Et nous sommes heureux de présenter aujourd'hui le résultat de ce travail qui doit ouvrir un mouvement de mobilisation des entreprises. Oui, le temps qui s'ouvre sera celui d'un *New Deal* entre la Nation et ses entreprises, avec, en son cœur, l'idée de responsabilité.





Avant-propos

Parler de “capitalisme responsable”, c’est beaucoup plus que parler d’entreprise ou d’investissement responsables.

En parlant de “capitalisme responsable”, au-delà du comportement singulier de certaines entreprises et de certains acteurs financiers, on vise un modèle ou un paradigme économique et financier, une forme d’articulation entre le monde financier, celui des investisseurs et des gestionnaires d’actifs d’un côté, et le monde économique, celui des entreprises de l’autre – un équivalent pour les années qui viennent de ce qu’a été le capitalisme financier, modèle qu’a épousé le capitalisme mondialisé à partir des années 1980.

De fait, la revendication que les acteurs économiques et financiers ont à faire preuve de “responsabilité” est fort ancienne. Pour la période récente, on peut la faire remonter aux années 1990. Elle s’inscrit dans la lignée du rapport Brundtland (1987) qui posera la notion de “développement durable” et du Sommet de la terre de Rio (1992).

Naît alors l’idée d’une responsabilité sociale des entreprises et, corrélativement, d’un investissement socialement responsable (ISR). La dynamique s’accélénera au cours des années 2000, dans le cadre de l’ONU (Global compact, PRI), époque où la Commission européenne lancera elle-même toute une série d’initiatives en la matière. On ne remet pas en cause la mondialisation, le capitalisme financier reste le modèle, mais on invite actionnaires et dirigeants d’entreprises à prendre en compte le long terme, à réduire leurs “externalités” négatives et à avoir un comportement éthique dans la manière dont ils exercent un pouvoir de plus en plus puissant.

Ces pratiques vont fournir le terreau de ce qui donne naissance aujourd’hui au capitalisme responsable, qui n’est pas seulement un accompagnement moral du capitalisme financier, mais la proposition d’un modèle alternatif : une nouvelle figure du capitalisme, une nouvelle économie politique.

La figure du capitalisme responsable s’organise autour de quatre points cardinaux :

1 Une *doctrine*, une vision de l’entreprise qui s’affranchit du grand totem formulé par Milton Friedman au début des années 1970 selon lequel la responsabilité sociale des entreprises est de faire des profits. Formule associée à toute une série d’autres qui établissent que i) l’actionnaire est le propriétaire de l’entreprise – c’est en fonction de son intérêt que l’entreprise doit être gouvernée –, et ii) que la production de la *shareholder value* (valeur pour l’actionnaire) est la finalité essentielle de l’entreprise.

Le capitalisme responsable met en œuvre une autre philosophie de l’entreprise qui s’exprime le mieux à travers la notion de “raison d’être” (*purpose* en anglais), qui pense l’entreprise à partir de sa fonction sociale et de la valeur qu’elle apporte à l’ensemble de ses parties prenantes : salariés, clients, communautés, conservation et entretien des biens communs, sans oublier les actionnaires bien sûr. **Le capitalisme responsable est un capitalisme de la “raison d’être”.**



- 2 Un *défi* : le capitalisme financier s'est justifié comme un programme de rationalisation, d'efficacité. Il fallait réformer les entreprises et les institutions du capitalisme (en particulier politiques) de sorte que les entreprises puissent libérer toute leur puissance, leurs potentialités d'invention et d'innovation, de création de richesses et de profits, brimées par les carcans réglementaires nationaux. Dans cette quête, les questions sociales et environnementales pouvaient bien aussi être prises en compte mais de telle sorte qu'elles contrarient le moins possible la marche des affaires... Jusqu'à ce que la situation environnementale et sociale devienne intenable : urgence climatique d'un côté, creusement des inégalités et révoltes populaires de l'autre. Le capitalisme responsable doit rendre le capitalisme durable. Sa responsabilité est de relever le défi de la "soutenabilité" du capitalisme en répondant aux enjeux climatiques et environnementaux d'une part, de la cohésion sociale, et maintenant sanitaire, d'autre part. Et ceci dans un contexte qui tend à conduire à une renationalisation des économies. **Le capitalisme responsable se pose comme cette mutation nécessaire des institutions économiques et financières qui doit permettre la survie de l'économie de marché dans le contexte de ces formidables défis.**
- 3 L'*alignement* des intérêts de l'actionnaire avec la raison d'être de l'entreprise : l'investisseur responsable se sent lui-même engagé par les défis sociaux, climatiques et sanitaires. Il sait que la valeur de ses actifs en dépend. Quand hier l'actionnaire demandait toujours plus de rendements financiers, surveillés tous les trimestres, demain les mêmes entreprises seront scrutées, avec la même rigueur, sur le respect de critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) qui participent d'ailleurs de leur rentabilité présente et future, et le respect de leur raison d'être. Ce que l'on va chercher à évaluer, apprécier, c'est ce que "produit" sur le long terme l'entreprise, dans tous les sens, ce qu'elle apporte, comme ce qu'elle détruit, son ou ses impacts, positifs et négatifs, son utilité.
- 4 Un *contexte politique* marqué par un double phénomène où la responsabilité de l'entreprise prend un sens renouvelé. D'un côté, on assiste à l'affaiblissement des institutions qui encadraient et normaient la vie collective (famille, Église, armée, partis et idéologies politiques), et d'un autre au retrait de l'État, face à des entreprises qui, de ce fait même, fortes de la puissance acquise avec la globalisation et la libéralisation de ces dernières décennies, deviennent de véritables lieux de pouvoir. Dans ce contexte, les grandes entreprises industrielles et financières sont appelées à combler le vide et assumer des responsabilités qu'il faut bien dire "politiques". Il revient aux entreprises, du moins aux plus grandes d'entre elles, de participer pleinement à la défense de l'intérêt général, et cela alors même que les réglementations publiques se font attendre.



Ces éléments font système. Ils définissent un nouveau temps pour la responsabilité des acteurs économiques et financiers, celui du capitalisme responsable.

En principe, l'Europe devrait favoriser la mise en œuvre en son sein du capitalisme responsable, et ce pour bien des raisons. La première est de culture et d'histoire. On voit bien que par son style et son orientation, le capitalisme "responsable" rappelle le capitalisme "rhéna" que, au début des années 1990, Michel Albert avait théorisé en l'opposant au capitalisme anglo-saxon, dont il prévoyait en même temps que, malgré ses défauts, il allait l'emporter. Le capitalisme responsable s'inspire du concept "d'économie sociale de marché" qui est au cœur des traités fondateurs de l'Union. En se faisant la patrie du capitalisme responsable, l'Europe renouera avec elle-même.

Toutefois, pour réaliser ce programme, l'Europe a deux grandes batailles à mener :

- La première est une bataille de rivaux. Le capitalisme responsable, le thème de la responsabilité, sont désormais revendiqués partout, dans les pays anglo-saxons, comme en Chine. Remarquable de ce point de vue, le tournant pris par les plus grands acteurs du capitalisme américain depuis la mi-2019 :
- Statement* de la *Business Roundtable* libérant le *purpose* de l'entreprise de la *shareholder value* pour la dédier à l'ensemble de ses parties prenantes ; engagement des gestionnaires d'actifs à généraliser le principe de gestion responsable, le tout couronné par le dévoilement au dernier sommet de Davos d'une nouvelle grille d'analyse extra-financière. Le signal est clair : il n'y aura pas une répartition du monde entre le capitalisme financier d'un côté de l'Atlantique, l'autre côté étant réservé au capitalisme responsable. Les batailles futures se joueront au sein du nouveau paradigme.
- La seconde est qu'il faut bien reconnaître que l'Europe, terre de "l'économie sociale de marché", s'est depuis bien longtemps laissé gagner par des dogmes économiques qui l'ont rendue en quelque sorte étrangère à elle-même, l'imposition d'une comptabilité en **fair value** (cf. partie 1/b.2) en étant un exemple paradigmatique. Précisément, l'essor du capitalisme responsable est une formidable opportunité pour l'Europe, une occasion de se régénérer, de retrouver son inspiration et sa finalité d'origine : être un espace qui, dans l'affrontement des grands acteurs géopolitiques, assure aux nations comme aux entreprises qui la composent cette indépendance et cette identité sans quoi nous ne serons plus rien.



Dans ce rapport, nous avons choisi de ne pas nous focaliser sur la question de l'entreprise responsable qui fait, par ailleurs, l'objet de très nombreuses études et travaux, et ceci **pour mieux nous centrer sur la question quelque peu négligée des institutions, mécanismes et instruments financiers qui sont la clé d'un tel projet.** Une entreprise, pour être responsable, a besoin d'un actionnaire qui la comprenne et la suive. Ce rapport propose ainsi des recommandations pour faire de l'Europe la patrie du capitalisme responsable autour des trois questions clés que sont :

- 1 Celle du *financement* des entreprises, autrement dit du capital, celle de la création d'un actionariat européen suffisamment abondant et stable pour permettre le développement d'entreprises responsables (chapitre 1).
- 2 Celle de *l'information* comptable, financière et extra-financière, question clé dont dépend la manière dont se dirigeront les flux de capitaux (chapitre 2).
- 3 Celle du *cadre juridique* que l'Europe devrait favoriser pour instituer le nouveau capitalisme, éviter les distorsions de concurrence et protéger les entreprises (chapitre 3).





CHAPITRE ①

Les financements d'un capitalisme responsable européen

La transition ou le retour vers un capitalisme responsable en Europe demandent une finance au service de l'économie et qui soit conforme aux valeurs européennes de responsabilité sociale et environnementale (RSE). Les entreprises responsables, c'est-à-dire celles qui ont adhéré à une démarche de définition de leur raison d'être et qui sont conscientes de leur responsabilité sociale et environnementale, ont à l'évidence besoin de financements de long terme et de stabilité de leur capital.

Une priorité est donc de privilégier des financements de long terme, c'est-à-dire des investissements dont la rentabilité ne se mesure pas au jour le jour, mais s'apprécie sur des dizaines d'années. Ces investissements de long terme répondent aux besoins d'infrastructures de l'Europe, lesquels sont négligés depuis la crise de 2008 : aménagement des territoires, santé, éducation, énergie, transports. Ces investissements de long terme sont aussi ceux qui peuvent permettre de donner du réalisme à la transition climatique. Ces besoins sont également urgents au sens politique pour reprendre la convergence entre les économies des pays européens et redonner confiance dans la construction européenne. Ils sont enfin nécessaires pour préparer l'Europe au vieillissement, c'est-à-dire à la diminution à terme de sa population active.

Les investissements de long terme sont de deux natures : des fonds propres stables des entreprises et des fonds publics affectés à des emplois de long terme. En Europe, les fonds disponibles pour l'investissement dans les entreprises sont accaparés par des objectifs de court terme. Ainsi, l'épargne

des ménages est-elle massivement investie dans des obligations publiques qui sont la contrepartie de la dette et des déficits des États¹. Par ailleurs, les règles prudentielles imposées aux collecteurs d'épargne les empêchent de diriger l'épargne des ménages vers les actions des entreprises. Enfin, la motivation des épargnants pour des produits d'épargne liquides, même si leur rentabilité est faible, reflète tout à la fois l'impatience des comportements, la crainte d'une dégradation de la protection sociale et de la stabilité de l'emploi.

Si les flux financiers en Europe sont importants, parce que l'épargne des ménages est élevée, les marchés financiers au sens propre du terme, c'est-à-dire des marchés qui dirigent l'épargne des ménages vers les entreprises et des emplois à long terme, eux sont très faibles.

Ceci crée une fragilité des entreprises européennes qui deviennent la proie de fonds de pension ou de fonds d'investissement étrangers, fonds qui n'ont pas vocation à avoir des visions stratégiques sur ces entreprises, et doivent respecter des objectifs de rentabilité à court terme. Et, de fait, la période 2008-2020 a vu une accélération préoccupante des prises de participation (ce y compris dans des secteurs jugés stratégiques), une accélération des délocalisations ainsi qu'une financiarisation de l'économie. Cela, par le jeu de la fair value et de la généralisation de l'effet de levier, a engendré une frénésie spéculative qui a détruit beaucoup d'entreprises européennes, profondément affecté la cohésion sociale dans beaucoup de pays, et renforcé les inégalités. Par ailleurs, cette situation est totalement inadaptée aux enjeux de financement de la transition énergétique.

¹ Institut Montaigne, "Rebondir face au Covid-19 : relançons l'investissement", Éric Chaney, mai 2020.



Des solutions pour une nouvelle architecture financière existent pour sortir de ce capitalisme du court terme et retrouver les idéaux d'un capitalisme responsable où le désir d'entreprendre se comprend comme la volonté libre de s'associer pour créer de la valeur dans toutes ses dimensions patrimoniales, sociales et environnementales.

Il faut tout d'abord, et dans la mesure du possible, abandonner des cadres réglementaires et des normes comptables trop favorables au capitalisme financier comme la fair value ou les règles de solvabilité des intermédiaires financiers qui ne correspondent pas aux valeurs du capitalisme responsable européen.

Il faut ensuite créer les infrastructures d'un marché financier réellement efficace et souverain en Europe. La première piste repose sur la construction d'un marché financier unique en Europe qui soit cohérent avec la puissance économique de l'Europe et ses besoins. Cet objectif d'une Union des Marchés de Capitaux est un objectif politique de la Commission européenne depuis dix ans et est aujourd'hui de nouveau dans l'agenda communautaire. C'est, après le Brexit, une priorité. La seconde piste, plus originale et probablement moins accessible à court terme, consisterait à militer en faveur d'un fonds souverain de retraite européen qui investirait dans des entreprises européennes responsables et porteuses de projets de long terme. L'avantage de ce fonds de retraite européen serait de donner une solidarité de fait à une Europe vieillissante et de constituer rapidement un fonds souverain de première

importance. Sa gestion pourrait être à l'image des exemples scandinave ou allemand partagés entre les partenaires sociaux, avec une gouvernance mutualiste.

Une fois ces infrastructures posées, des instruments financiers respectueux des objectifs de RSE existent et sont d'ores et déjà proposés par les gestionnaires d'actifs européens. Il est aussi possible, pour faciliter et compléter l'investissement dans les entreprises, de développer avec vigueur des supports comme le private equity, lequel donne un cadre européen protecteur de l'épargnant. Il est enfin urgent de privilégier des circuits de financement courts de TPE et PME à l'échelle locale, permettant de mieux affecter l'épargne abondante des retraités et de réensemencer les territoires.

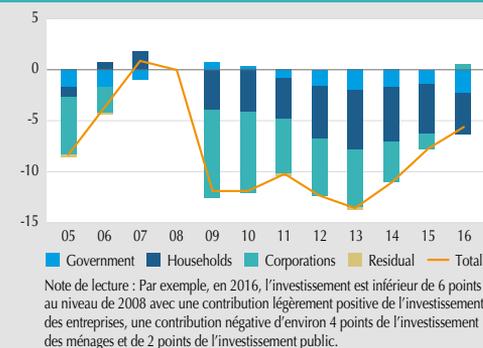
La richesse et l'intelligence de l'ingénierie financière et les compétences dans ces domaines en Europe sont telles qu'il ne fait aucun doute que si les cadres réglementaires sont posés, de nombreuses structures d'intermédiation et de produits innovants verront le jour. Tous ces vecteurs bénéficient en quelque sorte du vieillissement de la population et donc d'une stabilité des taux d'épargne élevés ; ils bénéficieront aussi d'un contexte de taux d'intérêt sans risque très faibles et donc d'une relative facilité pour diriger l'épargne vers des supports plus attractifs, même s'ils sont moins liquides. En un mot, il faut que les Européens investissent dans leur avenir et c'est peut-être à cette condition que l'euro pourra enfin s'affirmer comme une monnaie de réserve internationale.



1/a - L'épargne et l'investissement en Europe aujourd'hui

Il y a un paradoxe européen de l'épargne et de l'investissement. Les taux d'épargne sont très élevés en Europe – même s'ils sont très variables selon les pays –, bien plus qu'aux États-Unis. Pourtant, les marchés financiers américains sont cinq fois plus importants que les marchés financiers de la zone euro. Malgré ces taux d'épargne élevés, l'investissement privé n'a pas retrouvé son niveau d'avant la crise de 2007-2008. Il en est de même pour l'investissement public.

Figure 1 : Contribution de chaque secteur institutionnel à l'investissement, en changement de % relatif au niveau de 2008



Source: BEI, "Rapport 2017-2018 de la BEI sur l'investissement", 2017.

Dans le même temps, et depuis la crise de 2007-2008, les investissements étrangers directs dans les entreprises européennes n'ont jamais été aussi élevés. **45 % du total des actifs des compagnies cotées est détenu par des capitaux non-européens, 33 % pour les entreprises non cotées**². En 2007, ces chiffres étaient respectivement de 10 % pour les entreprises cotées et de 20 % pour les non cotées.

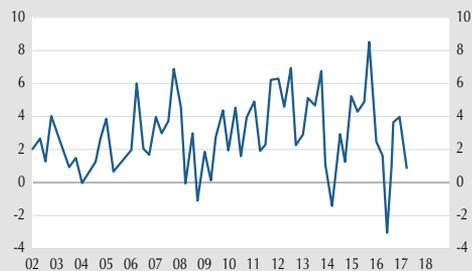
2 Insee, "Tableaux de l'économie française", 2019.

3 Grégory Claeys, Maria Demertzis, Konstantinos Efstathiou, Inês Gonçalves Raposo, Alexander Lehmann, David Pichler, "Analysis of developments in EU capital flows in the global context", 17 janvier 2019, Bruegel.

Ce sont surtout les grandes entreprises qui attirent les investisseurs étrangers : en moyenne, les entreprises cotées contrôlées par des capitaux étrangers ont des capitaux huit fois supérieurs aux entreprises domestiques. Par ailleurs, des secteurs comme les mines, l'énergie, la pharmacie, les services financiers, la gestion d'actifs, l'assurance et la réassurance appartiennent désormais à des intérêts non-européens pour plus de 35 % des capitaux. De plus, près de 18 % des emplois relèvent d'entreprises contrôlées par des capitaux non-européens³.

La présence massive des États-Unis et du Canada dans l'investissement direct étranger en Europe (62 % des actifs étrangers investis en Europe) est accompagnée par l'émergence de nouveaux investisseurs comme la Chine (environ 3 %) ou les places financières offshore (près de 4 %).

Figure 2 : Investissements directs étrangers entrant dans la zone euro entre 2002 et 2018 (en % du PIB valeur)



Sources : Datastream, Eurostat et Natixis in Patrick Artus, "Une zone euro protectrice, interventionniste, social-démocrate : est-ce une bonne idée ?", Blog AFSE, 2018.



Figure 3 : Investissement des entreprises dans la zone euro en % du PIB (Investissement nominal / PIB nominal)



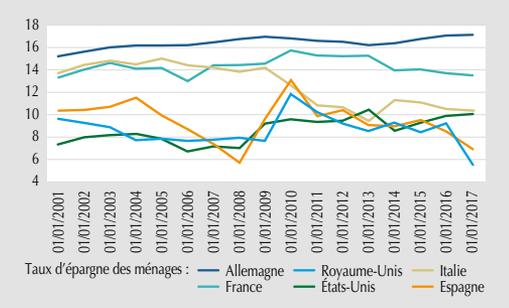
Source : Eurostat, "Investment share of GDP by institutional sectors".

Cette attractivité correspond aussi à un besoin : d'une part le montant des dettes publiques capte l'épargne des ménages et, d'autre part, l'importance du financement des retraites par répartition réduit le volume d'épargne des ménages qui est investi dans les entreprises.

Avec une épargne abondante, mais des investissements très bas et des besoins de financement des entreprises équilibrés par des investissements directs étrangers, un déséquilibre structurel européen s'est installé, qui ne semble pas devoir diminuer. En effet, les actions détenues en direct ne constituent qu'une faible part de l'épargne financière des ménages en Europe. L'encours en actions cotées déteu en direct par les ménages européens a chuté de 12 % en 2018, selon l'Observatoire de l'Épargne Européenne (OEE)⁴ : les ménages détenaient 1 048,4 milliards d'euros d'actions fin 2018 en Europe. Les ménages allemands restent les plus gros détenteurs avec 293,9 milliards, devant les Français (245,9 milliards) (cf. figure 4). En France, sur un patrimoine financier moyen de 60 786 euros, 12 % sont investis en actions et

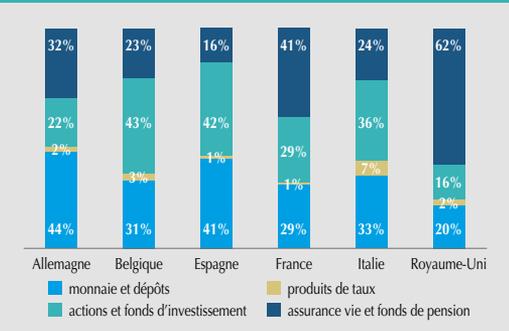
fonds d'investissement, dont moins de la moitié en actions en direct. Les dépôts (33 %) ainsi que les contrats d'assurance vie et les fonds de pension (45 %) représentent la part la plus importante du patrimoine financier des ménages européens (cf. figure 5).

Figure 4 : Taux d'épargne des ménages en % du revenu disponible brut



Source : Le Cercle de l'Épargne, "À la recherche de l'épargnant européen ?", 2019 à partir de données de la Banque de France et d'Eurostat.

Figure 5 : Composition du patrimoine financier des ménages en %



Source : Le Cercle de l'Épargne, "À la recherche de l'épargnant européen ?", 2019 à partir de données de la Banque de France.

⁴ Observatoire de l'Épargne Européenne, "Tableau de Bord de l'Épargne en Europe, 4^e trimestre 2018", 2019.



Cette situation se révèle très dangereuse pour les entreprises européennes. En premier lieu, leur gouvernance est fragilisée par la possibilité de se faire racheter par des fonds activistes, dont les moyens semblent illimités. En second lieu, leur besoin de capitaux est freiné par la difficulté, malgré l'abondance de liquidités, à trouver des investisseurs de long terme qui font un pari entrepreneurial et pas seulement un pari patrimonial. Enfin, l'atonie du marché intérieur les rend extrêmement sensibles à la conjoncture internationale et le PIB industriel de la zone euro a chuté de 3 % au dernier trimestre 2019.

Dans le même temps, la situation des ménages est aussi difficile avec une évolution défavorable du partage salaires/profits dans beaucoup de pays européens et le maintien d'un chômage élevé dans les autres. La crise sociale est présente dans tous les pays européens et provoque la montée de radicalismes politiques. Cela crée une situation paradoxale : les pays qui connaissent les niveaux les plus élevés de la planète en matière de protection sociale sont aussi ceux qui connaissent les taux d'épargne les plus importants et qui placent cette épargne dans des produits à très faible rentabilité. Ce paradoxe entraîne une prise de contrôle de pans entiers de l'économie européenne par des investissements étrangers, lesquels cherchent du rendement et sont donc le fait de fonds activistes.

Devant cette situation et alors que le capitalisme financier est remis en question, la tentation est vive d'une politique de relance européenne, et ce notamment à la faveur des besoins d'investissement pour la transition énergétique (cf. 1/e.2). Si la finalité - relancer la croissance en Europe tout en favorisant la transition énergétique -

est peu discutable, les moyens pris ne seront pas neutres pour les entreprises européennes. Ainsi, un protectionnisme financier européen serait hasardeux parce qu'il priverait l'Europe vieillissante de l'épargne en provenance de pays plus jeunes. De même, une politique de relance financée par un endettement public massif pourrait un temps atténuer la stagnation, mais présenterait le risque d'une pression fiscale accrue, alors qu'elle est déjà élevée en Europe. C'est dire que du point de vue des entreprises, le remède pourrait être pire que le mal et les empêcher de résister à la concurrence mondiale et de conquérir des parts de marché.

Ce dont souffrent avant toute chose les entreprises européennes c'est un accès facile et peu coûteux à des investissements de long terme.

Le vieillissement de la population européenne

En 2050, le ratio mondial des plus de 65 ans par rapport à la population active sera de 58 %, il n'était que de 20 % en 1980. En Europe, et d'ici 2060, les populations actives de la Grèce, de la Lituanie, de la Pologne devraient diminuer de 35 %. La population active diminuera de 30 % à 20 % en Allemagne, Espagne, Italie, Portugal, Hongrie, Slovaquie, Autriche, République tchèque, Pays-Bas. La France, la Belgique et la Finlande enregistreront des baisses inférieures à 5 %. Seuls le Danemark, l'Irlande et la Suède verront une légère augmentation de leurs populations actives de l'ordre de 3 %, tout comme au Royaume-Uni⁵. Ces chocs brutaux affectent tous les pays du monde. Ainsi sur la période, la Chine ou la Russie enregistreront des baisses de 30 % de leur population active, alors que cette dernière augmentera de 20 % en Inde.

5 Jean-Hervé Lorenzi, François-Xavier Albouy, Alain Villemeur, "L'erreur de Faust, essai sur la société du vieillissement", 25 mars 2019



Les conséquences sont multiples, les plus évidentes étant une augmentation de la pression fiscale pour compenser le recul de la population active et l'augmentation des charges ainsi qu'une augmentation des coûts de santé liés aux soins de longue durée. Enfin, il faut attendre un ralentissement séculaire de la croissance dans les pays les plus vieillissants dans la mesure où il est peu probable que la productivité qui stagne depuis 20 ans puisse compenser la baisse de la population active.

Pour autant, le vieillissement de la population, s'il s'accompagne d'une baisse des taux d'intérêt et des taux de croissance, est aussi l'occasion d'une montée des flux d'épargne. Il s'agit donc de faire en sorte que cette épargne soit orientée vers des investissements productifs et éviter que ne se constituent des patrimoines de bien-morte et investissements financiers peu rentables, alors même que les revenus des retraités sont plus faibles que ceux de la population.

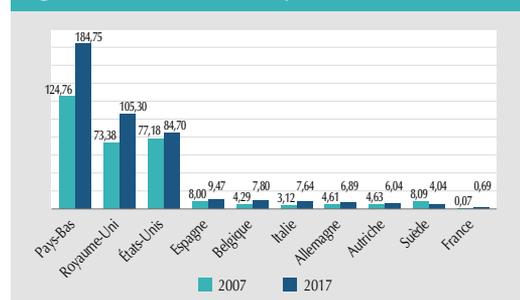
Or, l'épargnant européen s'en remet pour ses choix de portefeuille à une intermédiation forte qui le guide. La participation des salariés aux résultats des entreprises est faible et la distance entre l'épargnant et l'utilisation de son épargne est importante. Par ailleurs, l'épargnant européen est habitué à juger les produits d'épargne en fonction de leur sécurité et de leur liquidité, c'est-à-dire de leur disponibilité. La rentabilité, quand elle s'accompagne d'un risque sur le capital, tend à ne pas être privilégiée. Enfin, la psychologie de l'épargnant européen est aussi dictée par l'importance de ses patrimoines immobiliers qui lui permettent de couvrir ses motifs de transmission et l'importance des transferts socialisés de retraite (13,8 % du PIB en France). Ces deux éléments contredisent une application stricte de la théorie du cycle de vie et atténuent le besoin

ressenti d'une épargne de long terme investie dans le secteur productif.

L'assurance vie et le financement des retraites

Par ailleurs, l'assurance vie et surtout les contrats en euros connaissent leurs limites ; ce problème spécifiquement français se retrouve aussi dans la gestion des fonds de pension. Pour les ménages européens, la principale question financière est celle des retraites et ce dans le contexte de taux d'intérêt réels faibles ou négatifs. La gestion mutualiste ou paritaire des fonds de pension adoptée par de nombreux pays européens donne une coloration différente et une plus grande attention à l'économie sociale et solidaire, mais elle ne change pas fondamentalement les règles. Les entreprises qui s'engagent dans des transformations profondes de leurs modèles pour atteindre des objectifs ESG ont besoin d'investisseurs et d'actionnaires fidèles, malgré des baisses de rentabilité à court-terme. Comment répondre à ce besoin de fidéliser des actionnaires de long terme ?

Figure 6 : Actifs des fonds de pension en % du PIB



Source : Le Cercle de l'Épargne, "À la recherche de l'épargnant européen ?", 2019 à partir de données de l'OCDE.



Il faut, pour rediriger l'épargne des ménages vers des actifs risqués, des ressorts de motivation puissants qui peuvent être fiscaux, par exemple, ou d'une autre nature. Si l'épargne des ménages vieillissants est investie dans des projets locaux, elle connaît moins de volatilité et, par ailleurs, maximise son rendement par de la production de bien-être. Or, les besoins d'investissement locaux en termes d'infrastructures et de distribution, de services sanitaires et autres restent importants en Europe. Ils sont amplifiés par l'importance de la demande pour des circuits courts et intégrés et par la faveur

que connaît l'économie circulaire. Ainsi, 43 % des consommateurs européens considèrent comme prioritaire de favoriser une consommation locale selon une étude produite par l'observatoire Cetelem en 2020. Or, les instruments existent pour favoriser et lancer ce nouvel objectif d'investissement (*private equity*, *crowdfunding*, ETF⁶, ELTIF⁷, etc.) (cf. 1/c.3).

La réflexion pourrait porter sur la coïncidence qui existe dans les deux transitions environnementale et sociale sur le besoin d'agir tout de suite pour des enjeux de long terme.

Recommandation

Mobiliser en priorité l'épargne des entreprises et des ménages européens pour le financement des entreprises européennes responsables, en exploitant la coïncidence qui existe dans les deux transitions environnementale et sociale.

Pour ce faire il s'agit de :

- réformer les règles prudentielles des compagnies d'assurances ;
- profiter du vieillissement pour orienter l'épargne retraite vers des actifs responsables ;
- mettre en place un grand système européen des retraites fondé sur une portion de l'épargne existante et investie dans la transformation environnementale ;
- donner un caractère stratégique aux investissements responsables qui puisse limiter, prévenir et contrôler les prises de participation extra-européennes.

Recommandation

Étudier la mise en place d'un fonds souverain de retraite européen, collectant une partie de l'épargne des ménages et complétant les solutions nationales de financement des retraites. Ce fonds participerait ainsi à une communauté de sort des citoyens européens, sur les enjeux du vieillissement. Ce fonds souverain serait investi à long terme dans les entreprises responsables, avec des règles de gouvernance inspirées des fonds allemands et suédois (gestion paritaire ou mutualiste, priorité accordée à l'investissement responsable, représentants de la société civile).

6 Exchange Traded Fund (Fonds négocié en bourse).

7 Fonds européens d'investissement de long terme.



1/b - Un état des lieux financier en Europe

1/b.1 - Les normes prudentielles dans un contexte de sortie de crise

Les **normes prudentielles** sont “des exigences de sécurité (“prudence”) imposées à des entreprises pour que celles-ci soient solides, cette solidité étant requise car une défaillance serait catastrophique pour le secteur auquel elles appartiennent”.⁸ Ces exigences de sécurité s’appliquent principalement au secteur bancaire et à celui des assurances.

Après la crise de 2008, les normes prudentielles internationales se sont attachées à renforcer la solidité du système financier. Des règles prudentielles nouvelles des assurances et des banques ont été mises en place pour protéger les épargnants et les assurés contre les risques de retournement des marchés pouvant affecter la solvabilité des établissements financiers. Elles se sont accompagnées d’une volonté de transparence financière qui a amené la généralisation **des règles de mark-to-market**⁹, remplaçant ainsi progressivement les pratiques de *book value*¹⁰. Cette volonté de transparence financière a aussi permis la généralisation de la modélisation des risques pour parvenir à calculer des **value-at-risk (VAR)**, qui permettent de quantifier le niveau de risque financier d’une entreprise.

Ces mesures ont en pratique fortement contribué à raccourcir les horizons de gouvernance et de gestion des entreprises et à renforcer la volatilité des marchés. Par ailleurs, ces règles et leur

généralisation dans le contexte européen ont conduit, dans le contexte des taux d’intérêt bas, à des difficultés macro-économiques :

- un placement exagéré de l’épargne des ménages dans des actifs sans risque, c’est-à-dire de la dette publique ;
- une fragilité et une volatilité des fonds propres des entreprises qui les ont rendus vulnérables à des acquisitions par des groupes non-européens ;
- du fait des taux d’intérêt bas, des exigences accrues sur la rentabilité des entreprises.

La transparence a renforcé le court-termisme et a prévenu les investissements de long terme¹¹. En particulier, au lendemain de ce cycle financier, la possibilité d’investir à long terme pour transformer les structures de production afin d’atteindre les objectifs environnementaux et sociaux s’est éloignée. Pire, les objectifs de gouvernance ont été mis à mal par la recherche de profits financiers de court terme. En quelque sorte, et dans une Europe marquée par le vieillissement, l’économie s’est comportée comme un fonds de pension inversé où les “anciens” ont cédé à la valeur de marché les actifs des entreprises, sans que les “jeunes” ne puissent les acquérir, ni ne bénéficier à terme de leur impact positif.

La “juste valeur” est devenue la valeur de référence dans l’approche comptable pour les actifs financiers. La norme IFRS 9 (cf. 2/a.1.3) est devenue la règle et a contribué à une volatilité

⁸ *Journal of Regulation and Compliance*, “Normes prudentielles / Bâle II, Bâle III”, Marie-Anne Frison-Roche, 2016.

⁹ Les règles de *mark-to-market* permettent de mesurer la valeur des actifs d’une société par rapport à des valeurs de marché.

¹⁰ La *book value*, ou valeur nette comptable, mesure la valeur d’un actif par rapport à son coût d’origine (ajusté en fonction de sa dépréciation).

¹¹ “Oser le Long Terme, Refonder l’investissement pour l’Europe de demain”, *task force* investissement de long terme de la Place de Paris, présidée par Gérard de la Martinière, 2018 et les nombreuses références à la littérature spécialisée.



des bilans et des comptes d'exploitation des entreprises, il est aussi probable qu'elle a renforcé la volatilité des marchés par des phénomènes de "procyclicité"¹².

Par ailleurs, les intermédiaires financiers collecteurs de l'épargne de long terme que sont les compagnies d'assurance vie ont vu l'application de la norme Solvabilité 2 depuis 2016, laquelle oblige à des exigences en fonds propres par des évaluations en valeur de marché des actifs et des passifs. Malgré les correctifs apportés (Loi PACTE en France en particulier), l'investissement à long terme dans des entreprises risquées, et qui sont porteuses de transformations sociales ou environnementales, n'est pas assez encouragé. Et de fait, l'épargne à long terme des ménages est, comme exposé plus haut, largement investie en produits de dettes, et singulièrement de dettes publiques. Pour les banques, l'application des normes IFRS et celles du comité de Bâle ont renforcé les exigences de fonds propres ce qui est positif pour la solvabilité des organismes bancaires, mais qui en l'absence d'un marché financier très développé a freiné le financement de l'économie en Europe, puisqu'à la différence des banques américaines, les banques

européennes gardent les risques des entreprises à leur bilan.

Ainsi, ces normes réglementaires ont conduit à désintermédiaire la finance européenne et à faire peser sur les seuls ménages et entreprises les risques de transformation de ressources de court terme en emplois de long terme. L'importance de ces modifications du paysage financier a été accentuée par des exceptions notables comme celle des fonds de pension qui ont échappé aux normes de Solvabilité 2 dans certains pays, comme le Royaume-Uni, et par l'absence de marchés financiers développés dans de nombreux pays européens.

Ces normes, qui devaient accroître la confiance des ménages dans la finance et l'économie financière, ont abouti à une situation paradoxale marquée par une méfiance accrue de la classe politique et d'une large partie de la population vis-à-vis de l'industrie de la finance. *A contrario*, elle a renforcé la crédibilité de systèmes économiques dits "rhénans" où les fonds propres des entreprises sont stables et où les groupements d'entreprises financières et industrielles sont garants de cette stabilité.

¹² La procyclicité est une corrélation positive entre la valeur d'un bien, d'un service ou d'un indicateur économique et l'état général de l'économie. Des phénomènes de procyclicité peuvent entraîner des variations très importantes de prix selon que l'économie est en expansion ou en récession.



Recommandation

Adapter, en tenant compte des enseignements de la crise de 2020, les règles prudentielles qui s'appliquent aux activités financières (Solvabilité 2, Bâle III) pour favoriser l'investissement de long terme dans un capitalisme responsable.

a) Solvabilité 2 devrait être réformée pour autoriser plus d'investissements responsables dans :

- les grandes entreprises européennes responsables – ce qui garantit leur résilience, afin qu'elles puissent résister à la concurrence internationale ;
- les PME et TPE qui produisent au niveau local ;
- les investissements de long terme, en renonçant à la règle du *mark-to-market*.

b) Les accords de Bâle ont conduit à une augmentation très importante de l'exigence de fonds propres des banques européennes, lesquelles, à l'inverse des banques américaines, portent dans leur bilan la part majeure du financement de l'économie. En outre, les mécanismes de provisionnement ont un caractère pro-cyclique. Ce cadre peut peser sur le financement de l'économie, même si dans la dernière période, la BCE a assoupli l'interprétation des exigences prudentielles en fonds propres. Pour beaucoup, ces accords sont fortement guidés par des réalités américaines où les banques interviennent peu dans le financement de l'économie et où elles ne conservent pas les crédits dans leurs bilans, les recédant au marché par la titrisation. Il en résulte en Europe une augmentation constante des fonds propres des banques et un renchérissement du coût du crédit.

1/b.2 - Les marchés financiers dans un contexte post-crise

Un changement technologique important est intervenu en 2002 sur les marchés obligataires, avec l'apparition des ETF ou fonds négociables. Jusque-là, les marchés obligataires avaient des coûts de transaction élevés et les obligations étaient loin de s'échanger sur des marchés centralisés. Les marchés obligataires n'étaient pas liquides et l'information circulait mal. L'explosion des ETF obligataires apparus en 2002 est manifeste et l'on s'attend à ce que les actifs gérés atteignent les 2 000 milliards de dollars en 2024¹³.

Le système financier européen voit coexister des rendements négatifs ou nuls pour les titres de dette d'une part, avec celui, élevé, des

actions d'autre part. Or la gestion de l'épargne, qu'elle soit individuelle ou collective, libre ou obligatoire, repose sur une combinaison d'actifs de rentabilités et de risques variés. Les obligations en période de taux nuls ou négatifs ne permettent pas de réduire la volatilité des rendements des actions dans un portefeuille. Comme les portefeuilles institutionnels (assurance vie, fonds de pension et caisses de retraite) sont tenus, réglementairement et par souci prudentiel, d'investir en priorité dans des actifs obligataires, le rendement global diminue à mesure que les obligations venant à échéance (qui portaient des coupons de 3 ou 4 %) sont remplacées par des titres dont le rendement nominal tangente zéro.

13. Stoxx, "ETF Inflows Grow, Assets Reach Record", Janvier 2020.



Le secteur des contrats d'assurance vie "en euro" à capital garanti est en difficulté, alors qu'il représente plus de 1 000 milliards d'euros d'OAT (Obligations assimilables du Trésor). Plus généralement, et pour les mêmes raisons, la baisse des taux de rendement des fonds de pension en Allemagne, notamment, les expose à des difficultés pour tenir leurs engagements dans les années à venir.

Selon l'Autorité bancaire européenne (EBA), les établissements bancaires européens sont encore en 2019 affectés par un stock de 636 milliards d'euros de crédits douteux (ceux dont le retard de paiement dépasse quatre-vingt-dix jours), soit 3 % du total des prêts accordés. Surtout, la qualité des bilans bancaires reste très hétérogène au sein de l'UE. Si ce taux reste sous la barre de 1 % en Suède, il approche 3 % en France, 10 % en Italie et au Portugal, dépasse 20 % à Chypre et atteint presque 40 % en Grèce. Le problème reste aigu dans les pays du Sud, davantage touchés par la crise de 2007-2008, où le système judiciaire reste parfois très lent à engager la saisie de biens mis en garantie dans le cadre d'un crédit. Pour nettoyer leurs bilans, les banques disposent de trois leviers : faire payer le débiteur, passer une provision si elles considèrent que le prêt ne sera pas remboursé ou vendre la créance à une tierce partie – le plus souvent à des fonds d'investissement. Or, depuis que la Banque centrale européenne (BCE) joue le rôle de gendarme bancaire, la pression ne s'est jamais relâchée pour que les institutions financières gèrent au plus vite ces *Non Performing Loans* (NPL). Au printemps, l'UE a adopté de nouvelles règles pour mieux provisionner les NPL et faciliter leur vente. Alors que les prêts bancaires

stagnaient, dans le cadre de la limitation des risques et de l'augmentation des besoins de fonds propres, les encours d'obligations *corporate* ont été multipliés par 2,7 dans la dernière décennie.

La fair value

La question de la *fair value* par rapport à la *book value* est aussi ancienne que l'analyse économique¹⁴. Après la crise d'Enron en 2000, elle est appliquée de proche en proche aux secteurs les plus importants de l'économie américaine et internationale (banques, immobilier, terres agricoles). La juste valeur se décline en trois niveaux :

- **niveau 1** : les actifs et passifs sont évalués au prix du marché (*mark-to-market*) ;
- **niveau 2** : en l'absence de marché, la juste valeur se calcule sur la base d'un modèle (*mark-to-model*) utilisant les paramètres observables d'un marché actif similaire ;
- **niveau 3** : si aucun marché similaire n'est observable, la juste valeur est calculée sur la base de paramètres non observables et propres à l'entreprise.

Cette lente évolution vers plus de transparence intervient dans un contexte très particulier du capitalisme financier qui génère des effets secondaires considérables. La *fair value* est en effet appliquée à un moment où la fiscalité des entreprises leur permet de recourir sans fin à l'endettement, non pas pour investir dans l'entreprise, ni pour compenser des défauts de trésorerie, mais pour "leverager" leurs bilans et acquérir d'autres entreprises, ou encore pour renforcer leur rentabilité en rachetant leurs propres

¹⁴ Elle est par exemple posée par Richard Cantillon, William Petty ou encore Adam Smith et reçoit à chaque grande crise (comme en 1929) des renforts analytiques puissants.



actions. Elle intervient aussi dans un contexte de taux d'intérêt bas et d'abondance de liquidité, c'est-à-dire de fonds prêtables.

Cet effet de levier (*debt tax shield*) bien connu (Modigliani et Miller) est le ressort du capitalisme financier. Pour minimiser l'impôt et augmenter sa rentabilité, une entreprise qui a accès aux marchés financiers peut emprunter et utiliser les fonds ainsi prêtés pour acheter d'autres entreprises dans son pays ou sur les marchés financiers, sans mettre en péril son schéma de croissance. Lorsque les taux d'intérêt baissent fortement, cet effet de levier devient de plus en plus important, sans que d'ailleurs les orientations de politique économique libérale de baisse de l'impôt soient un frein à ces stratégies. Cet effet de levier est le même pour toutes les entreprises, qu'elles soient financières ou non, la seule contrainte étant l'accès au marché obligataire.

La déductibilité fiscale des paiements des intérêts de la dette encourage en effet les entreprises à recourir à plus de dettes quand les taux d'imposition sur les sociétés sont élevés. Une étude de 2019¹⁵ établit ainsi, à partir d'un panel de 28 pays de l'OCDE, entre 1995 et 2015, que l'impôt sur les sociétés est très significativement corrélé avec la dette des entreprises, mais négativement corrélé avec la dette des ménages. Cet effet est confirmé par de nombreuses publications. Une augmentation de 0,15 % du taux d'imposition marginal sur les sociétés correspond ainsi à un endettement supplémentaire de 132 milliards de dollars des entreprises¹⁶. Cette relation est moins vraie pour les PME et dépend donc des contraintes financières que subissent les entreprises. En effet, les PME ont moins accès aux obligations et la structure de leur capital est donc contrainte par

rapport aux grands groupes. En d'autres termes, les grandes entreprises sont les principaux acteurs à augmenter leur dette lorsque le taux d'imposition sur les sociétés augmente.

La combinaison du *mark-to-market*, de la capacité qu'ont les grandes entreprises à s'endetter pour exercer un effet de levier et de taux d'intérêt bas a entraîné la domination des plus grands groupes, une concentration massive de la production et probablement aussi l'apparition de bulles spéculatives. Les petites entreprises sont contraintes et ne peuvent "leverager" leur bilan, soit parce qu'elles n'ont pas accès au marché, soit parce que les coûts sont trop importants. Les seules en pratique à pouvoir lever de la dette sont les startups. Ce capitalisme financier, qui n'a pas su freiner les délocalisations et la concentration de la production, a de ce fait provoqué des effets sociétaux comme la montée des inégalités et, trop souvent en Europe, une désertification des territoires.

Les raisons en sont :

- une incapacité à stabiliser des financements de long terme, sauf pour les très grandes structures ;
- l'incapacité de développer des structures locales pérennes à la fois rentables et à l'abri de rachat par des réseaux de franchise numériques ;
- l'amortissement des biens de production, qui devrait s'accompagner d'une fiscalité des intérêts d'emprunt d'acquisition ;
- l'incapacité d'améliorer le contexte social et d'accélérer la transformation du contexte environnemental ainsi que de défendre, à long terme, la propriété européenne des entreprises européennes.

15 Jinbaek Park et Young Lee. "Corporate income taxes, corporate debt and household debt", *International Tax and Public Finance*, N° 26, 2019.

16 Fleckenstein, Longstaff et Strebulaev, "Corporate Taxes and Capital Structure : A Long-Term Historical Perspective", 2018.



Il y a donc urgence à donner à l'industrie de la finance et de la gestion d'actifs les moyens d'être efficace dans un contexte de capitalisme responsable.

1/c - Favoriser l'investissement de long terme

Le projet d'une entreprise européenne responsable demande un écosystème favorable qui, à partir des initiatives de la Commission et celles des États membres, permette aux entreprises européennes de résister à des prises de participation majoritaires non-européennes, d'une part et, d'autre part, d'investir à long terme dans la transition climatique. Et ce tout en préservant et développant un modèle social spécifique à l'Europe.

Deux modèles possibles existent et qui ne sont pas nécessairement incompatibles. Le premier est celui d'un développement rapide des marchés de capitaux en Europe, notamment par l'aboutissement de l'Union des Marchés de Capitaux (*Capital Markets Union*). Le second est celui d'un financement public exceptionnel pour assurer la transition énergétique, c'est le *Green Deal* (cf. 1/e.2). L'articulation entre les deux est la question principale qui décidera de l'avenir économique de l'Europe.

1/c.1 - Les marchés de capitaux

Il est nécessaire de trouver des financements de long terme, faciles d'accès pour les PME et visant à favoriser les transitions écologique et sociale. En effet, les entreprises européennes souffrent d'un manque d'accès à des financements de long terme à la hauteur des enjeux auxquels elles doivent faire face. Par ailleurs, les entreprises géantes européennes sont concurrencées chacune dans leur domaine par des géants asiatiques ou américains qui semblent disposer de ressources illimitées et de financements de très long terme. Elles sont enfin soumises à des règles de concurrence très dures et parmi les plus sévères au monde, ce qui permet à T. Philippon (2019) de démontrer une plus grande maturité des marchés en Europe qu'aux États-Unis (ajustement des prix des services, dépenses de R&D, etc.). En un sens, le système européen a favorisé une concurrence exacerbée pour faire gagner du pouvoir d'achat à des ménages dont les salaires stagnent depuis plus d'une décennie.

Le potentiel de croissance en Europe est bridé par l'absence de marchés de capitaux. L'exercice que proposent Panagiotis Asimakopoulos et William Bright est original en ce qu'il consiste à imaginer ce que serait la croissance européenne si les marchés de capitaux étaient aussi développés dans chaque pays de l'UE qu'ils le sont dans les cinq pays les plus capitalisés d'Europe. Il s'ensuivrait un rebond de croissance très significatif et la possibilité de financer à hauteur de 600 milliards d'euros près de 4 000 entreprises nouvelles selon eux.

Par ailleurs, si les actifs des fonds de pension et des assurances étaient investis pour l'essentiel dans des actions d'entreprise, cela permettrait de dégager un volume de financement de l'ordre de 16 000 milliards d'euros en investissement de long terme pour la transition énergétique et l'adaptation à une croissance soutenable. Les pays européens qui sont à ce stade de développement de leurs



marchés de capitaux existent, ce sont la Suède et les Pays-Bas. Dans l'Europe du Sud et de l'Est, le potentiel de développement des marchés de capitaux est considérable.

La dépendance des entreprises aux financements bancaires et donc la fragilité des économies face à une crise bancaire sont connues. Aux États-Unis, les prêts bancaires représentent seulement 26 % des emprunts des entreprises alors que les obligations représentent 74 %. En Europe, à peine 23 % des emprunts des entreprises proviennent du marché des capitaux.

Le modèle de Panagiotis Asimakopoulos et William Wright¹⁷ est donc original en ce qu'il prend le problème à l'envers. Il regarde quels seraient les effets, en termes de création d'emplois et d'entreprises, d'un développement rapide et volontariste des marchés de capitaux en Europe. On a vu que les besoins à système inchangé sont considérables et que les besoins dans la perspective d'une transition énergétique deviennent énormes.

Deux attitudes sont alors possibles :

- définir un financement public par de l'endettement pour couvrir ces nouveaux besoins ;
- mobiliser l'épargne des ménages pour développer des marchés de capitaux efficaces qui seraient à l'origine de ce nouvel essor.

Des marchés de capitaux plus importants ne sont pas un objectif en soi mais ils permettent de diversifier les sources de financement des entreprises, de promouvoir l'innovation, de développer des investissements de plus long terme et de détendre les contraintes sur le financement des retraites.

La logique d'un système financier est celle d'une médiation entre les intérêts des débiteurs et ceux des créanciers. Comment, dans un contexte de stagnation et de taux d'intérêt réels faibles ou négatifs, réaliser cette médiation et quel cadre normatif, spécifiquement européen, autoriserait des investissements de long terme ?

Quatre objectifs majeurs doivent permettre de réorganiser la finance européenne en vue d'une finance responsable :

- 1 | générer plus d'épargne de long terme et des supports d'investissement adaptés, notamment aux enjeux de la transition énergétique ;
- 2 | développer massivement les marchés de capitaux ;
- 3 | développer une fluidité plus grande entre les places financières européennes ;
- 4 | développer des instruments de financement internationaux de la dette pour des investissements dans le capitalisme responsable de manière à consolider le rôle de l'euro comme monnaie de réserve internationale.

¹⁷ Panagiotis Asimakopoulos et William Wright, "Unlocking the Growth Potential in European Capital Markets", Juin 2019.



Ces quatre objectifs sont à l'origine du projet de *Capital Markets Union* (CMU). Le CMU était un projet de la Commission Juncker en 2014 qui n'a pas abouti et qui cherchait à :

- 1 | harmoniser les prospectus et simplifier les reporting ;
- 2 | éliminer les barrières réglementaires avec une priorité sur l'accès des PME au financement ;
- 3 | réduire les distorsions fiscales.

Son échec est imputable essentiellement à l'impossibilité d'harmoniser les règles fiscales et les droits des faillites différents selon les pays. Il y a urgence à rouvrir ce dossier, en y intégrant cette fois la possibilité de dépasser ou supprimer les protections nationales de marchés de capitaux.

Les symptômes sont connus, le capital circule mal en Europe, même si cette mauvaise répartition du capital n'est pas de même nature dans tous les pays européens, et même si le capital tend à être accaparé par les dettes souveraines des grands États. Il n'est donc pas suffisant pour résister aux pressions concurrentielles et désirs de rachat par des entreprises nord-américaines ou asiatiques. La faiblesse du marché des capitaux tient à deux séries de causes : l'importance des financements par répartition de la protection sociale et l'existence d'un bouquet de barrières réglementaires, qui peuvent différer selon les pays. De ce fait, le risque pour l'investisseur est différent selon les pays et l'investissement dans les PME est difficile et coûteux.

Ce ne sont donc pas les compétences des entreprises européennes, leurs capacités d'innovation et de développement qui sont en cause, mais bien davantage leurs difficultés à se défendre et à maintenir des parts de marché dans les pays tiers. En effet, du point de vue des entreprises, qu'il soit plus facile d'investir en Asie que sur les bords du Danube correspond à une perte de substance de l'Europe. C'est une perte de valeur, une perte de chances aussi, celle de ne pouvoir réfléchir, construire et profiter ensemble, à l'échelle européenne, de l'activité économique.

Ainsi, une nouvelle initiative pour faire de la *European Securities and Markets Authority* (ESMA) un régulateur efficace des marchés financiers de toute l'Europe permettrait une avancée majeure : la simplification des procédures pour accéder à un financement et l'émergence de produits financiers adaptés aux PME. Les règles d'ouverture du capital, de gouvernance des entreprises et de mobilité de ces entreprises doivent être adaptées à l'objectif de parvenir à une véritable intégration du marché des financements. Cette dernière est nécessaire pour retrouver des trajectoires de convergence à l'intérieur de l'Europe et donc des potentiels de croissance même si elle n'est pas suffisante.

Pour résumer, le nouveau modèle économique pour l'Europe doit s'appuyer sur les entreprises européennes, lesquelles sont confrontées à plusieurs faiblesses et enjeux :

- la faiblesse de leur base en capital ;
- la difficulté à concurrencer les géants asiatiques et américains et ce notamment dans les technologies de pointe ;



- la faiblesse de la demande intérieure européenne, en raison de l'absence durable d'inflation salariale ;
- la faible croissance des exportations européennes dans un contexte de ralentissement global ;
- l'urgence d'une transition bas-carbone.

1/c.2 - Flat tax et droit des faillites

Il nous paraît urgent d'instaurer une flat tax unique pour les revenus des capitaux en Europe avec une modalité spécifique pour les revenus de l'épargne retraite. En effet, après le Brexit, la difficulté est peut-être moins grande qu'il n'y paraît dans la mesure où elle existe déjà dans plusieurs pays européens (France, Estonie, Lettonie, Lituanie, Roumanie, Hongrie, République tchèque) et où l'Europe est déjà parvenue à une certaine harmonie fiscale (TVA européenne).

Définir un droit harmonisé des faillites applicable dans toute l'Union est aussi une priorité pour protéger l'investisseur européen. La protection de l'investisseur responsable doit en effet devenir une priorité politique européenne, à l'image de ce qui a été réalisé dans l'harmonisation de la protection du consommateur. Une harmonisation du droit des faillites semble donc un préalable à l'émergence d'un véhicule européen généralisé et est plus urgente qu'il n'y paraît, dans la mesure où de nombreuses entreprises en Europe ont besoin de restructurations importantes. Ces entreprises "zombies" (Andrews, Petroulakis 2019) sont un facteur de fragilisation des banques et renchérissent le coût des financements pour des entreprises nouvelles. La survivance d'entreprises insolubles qui bénéficient de régimes de faillite compliqués et lents aurait ainsi tendance à freiner la croissance, notamment par une mauvaise allocation du capital. Cela est d'autant plus

urgent dans un contexte de relance économique à la suite de la crise sanitaire de la Covid-19 qui a entraîné des périodes de confinement de longue durée dans de nombreux États (Belgique, France, Italie, etc.), mettant à l'arrêt les économies. Ce projet d'harmonisation du droit des faillites est souvent présenté comme irréalisable. Mais ne vivons-nous pas un moment où l'Europe a su rendre possible ce qu'on jugeait hier aussi impossible qu'intangible.

L'Union européenne doit également veiller à ce que la directive 2019/1023 "Restructuration et Insolvabilité" soit transposée de la façon la plus uniforme possible dans chacun des États membres en faisant en sorte que les entreprises puissent se refinancer à des conditions équivalentes et au moindre coût afin d'éviter des situations d'insolvabilité et des pertes d'emplois subséquentes. Cette directive définit un cadre des restructurations "préventives" qui interviennent en amont d'une insolvabilité formelle du débiteur. Cette question de l'insolvabilité est un frein à l'expansion des entreprises et aux investissements transfrontières. Des procédures diverses et peu claires d'un État membre à l'autre dissuadent l'investissement. Un degré plus élevé d'harmonisation du droit de l'insolvabilité était donc nécessaire au bon fonctionnement du marché unique et à l'instauration d'une Union des marchés des capitaux. Une convergence accrue des procédures d'insolvabilité et de restructuration devrait permettre de



garantir une plus grande sécurité juridique pour les investissements transfrontières et encouragerait la restructuration en temps utile lors de difficultés. L'objectif économique de cette directive est ainsi triple, assurer des conditions de financement équivalentes et à moindre coût pour les entreprises, principalement pour les PME, diminuer le nombre de prêts non performants dans le bilan des banques européennes et améliorer l'Union des marchés de capitaux.

Les questions de la transition climatique et celle de la RSE sont donc subordonnées à la possibilité de conserver des entreprises européennes compétitives et créatrices de valeur et la capacité à retrouver des objectifs de plein-emploi ou d'économie inclusive. En effet, les investissements pour la transition climatique ne pourront se faire qu'à la condition qu'une demande solvable et croissante existe en Europe.

Recommandation

Développer l'Union des Marchés des Capitaux pour l'investissement dans les entreprises responsables à l'échelle européenne et, dans ce cadre, harmoniser la fiscalité des différents supports d'investissement en Europe pour parvenir rapidement à une *flat tax* européenne sur les actifs financiers et à une harmonisation du droit des faillites.

Transposer la directive "Restructuration et Insolvabilité", de la façon la plus uniforme possible, dans chacun des États membres.

1/c.3 - Le *private equity*

Après la crise de 2007-2008, les efforts pour soutenir les fonds propres des banques ont provoqué des difficultés dans le financement des économies. Les marchés financiers européens restent fragmentés et obéissent à des normes ou réglementations qui sont peu unifiées. Les droits sur les faillites et les insolvabilités sont différents d'un pays à l'autre et compliquent la prise de risque pour les investisseurs. L'exemple des fonds de financement à long terme du non coté est riche d'enseignements. Le marché est dynamique, représente 120 Mds € d'actifs et est concentré au Royaume-Uni qui représente plus de volume sous gestion que la France et l'Allemagne réunis.

Le développement d'un véhicule européen ambitieux assis sur une notation sociale et environnementale qui privilégie le long terme et le non coté est un objectif essentiel pour les épargnants, les entreprises, les gestionnaires d'actifs. Les fonds européens d'investissement de long terme (ELTIF)¹⁸ représentent en ce sens un grand intérêt puisqu'ils ont la capacité de s'adresser à des PME et la facilité pour obtenir un prêt sans émission d'une obligation. Par ailleurs, pour l'épargnant, les fonds ELTIF présentent une rentabilité meilleure que les obligations publiques et que les sociétés cotées parce que la valeur de l'entreprise est significativement différente de sa cote. Pourtant, la crise de 2000, celle de 2007-

18 Les fonds ELTIF ont été introduits par le règlement européen 2015/760 qui est entré en application le 9 décembre 2015.



2008 et l'aventure récente de WeWork¹⁹ montrent que le *private equity* n'est pas un long fleuve tranquille et qu'il peut y avoir des corrections brutales amplifiées par l'analyse des risques.

Dans le même ordre de préoccupation, la nécessité de recréer des circuits d'investissement courts est une priorité pour tous les pays européens. En effet, l'Europe se caractérise par des territoires désertifiés en termes de production et de services, et des retraités qui détiennent l'essentiel des patrimoines financiers (même si ceux-ci sont très concentrés)

mais qui sont investis dans des obligations d'État, sans risque. Créer des véhicules qui permettent à ces retraités d'investir une partie de leur épargne dans des services ou des productions locales par le biais du *private equity* pourrait être une des bases du capitalisme responsable dans des pays vieillissants, même si le modèle reste à préciser en termes de rendement et de sécurité. Ce type de véhicules leur apporterait une rémunération probablement légèrement supérieure à celle offerte par les bons d'État et une rémunération qualitative en termes de bien-être.

Recommandation

Créer les véhicules d'investissement de type *private equity* permettant des circuits courts : fléchage de l'épargne financière d'une région vers les entreprises de cette région permettant de développer l'emploi dans les territoires.

1/c.4 - Intéressement et participation

La participation des salariés au capital des entreprises européennes est un élément essentiel de la stabilité du capital et de sa résilience à des appétits extérieurs. Elle est aussi cohérente avec la définition d'objectifs de long terme de la stratégie des entreprises. Par ailleurs, elle peut se révéler comme un outil très efficace pour concrétiser le respect de la raison d'être des entreprises responsables.

La situation est très contrastée en Europe, avec des philosophies différentes de la participation des salariés. Certains pays considèrent qu'elle relève de la négociation salariale (Italie, Espagne) et n'ont pas mis en place d'incitations fiscales spécifiques, D'autres ont des cadres réglementaires très développés, orientés vers la détention par les

salariés d'actions de leur entreprise (Belgique, Royaume-Uni). D'autres enfin, comme la France ou l'Allemagne, ont des cadres législatifs développés mais différents du modèle anglo-saxon car moins favorables au placement en actions de l'entreprise employeur, et plus favorables à aider le salarié à se constituer un patrimoine financier.

Ainsi, en France, la participation est obligatoire dans les entreprises de plus de 50 salariés qui ont réalisé un bénéfice au cours de l'année précédente. Le montant des primes de participation versées aux salariés varie en fonction des résultats annuels de l'entreprise. Un montant maximal par an et par salarié est fixé par la loi. L'intéressement, lui est facultatif, et est imposable, sauf s'il est versé sur un plan d'épargne d'entreprise

19 Les Echos, "WeWork : récit d'un fiasco à Wall Street", 28 septembre 2018.



où il est indisponible pendant une durée de cinq ans. Et, de fait, un grand nombre d'entreprises ont mis en

place à la fois un dispositif d'intéressement et un plan d'épargne d'entreprise.

Recommandation

Augmenter la participation des salariés à l'actionnariat des entreprises, notamment en harmonisant les dispositifs de participation et d'intéressement²⁰.

La Commission européenne a mené une politique proactive pour inciter au développement de la participation des salariés au capital des entreprises. Il est important de transformer ces intentions en un cadre pratique qui permette de généraliser la participation dans les entreprises responsables européennes avec, par exemple, **le Plan d'Épargne Européen d'Épargne en Entreprise (PEEE) qui mériterait d'être relancé.**

Cette recommandation pourrait être mise en perspective avec une réflexion sur **l'utilité de formes de rémunération de la gouvernance et de l'actionnariat des entreprises qui soient décalées dans le temps pour inciter les gestionnaires et leurs actionnaires à penser des stratégies de long terme, compatibles avec des objectifs sociétaux et**

environnementaux de long terme. Par exemple, des bonus ou sur-bonus versés 5 à 10 ans après les décisions, si ces dernières ont été conformes aux objectifs sociaux ou environnementaux, pourraient changer les orientations stratégiques des entreprises et leur permettre de respecter des enjeux de long terme.

Ainsi, dans l'entreprise européenne responsable de demain, les salariés bénéficieraient d'une participation importante dans l'actionnariat, ce qui les associerait de fait aux objectifs fixés par la gouvernance, et la gouvernance elle-même bénéficierait de rémunérations à plus long terme, garante d'un respect dans les stratégies développées des objectifs de RSE.

1/d - Le capitalisme responsable et la gestion de crise

Un capitalisme responsable doit être armé pour gérer les crises. Au lendemain de la crise 2020, l'entreprise responsable est donc celle qui mettra en avant la santé de ses salariés et celle de ses clients. Ceci emporte plusieurs conséquences :

- une entreprise responsable devrait disposer d'une trésorerie ou d'une assurance suffisantes pour couvrir les salaires de ses employés pendant des périodes de quarantaine de l'ordre de

3 semaines à trois mois, et mettre une attention particulière à protéger les postes de travail de ses salariés, – ce qui revient à redéfinir les priorités de la gestion des risques des entreprises ;

- une entreprise responsable devrait aussi pouvoir gérer ses stocks de manière à pouvoir couvrir la demande pour des périodes d'arrêt de la production de l'ordre de quinze jours à un mois.

²⁰ Comme l'Institut Montaigne le proposait déjà dans son rapport ETI : *taille intermédiaire, gros potentiel* de janvier 2018.



Ainsi, nous proposons de réfléchir à **l'inclusion, dans les critères d'une entreprise européenne responsable, des critères de gestion des stocks et de la trésorerie qui dépendent du degré de dépendance des chaînes d'approvisionnement.**

Le débat sur la relocalisation des chaînes de production deviendrait peut-être plus réaliste s'il était contrebalancé par une recherche d'économie dans la gestion des stocks.

1/e - Les besoins en investissements de l'Europe

La faiblesse de l'investissement privé est en Europe un problème majeur, elle est à l'origine d'une faible productivité et d'une faible croissance et mine la compétitivité. De 2008 à 2015, l'investissement

brut a chuté de 15 % dans la zone euro et le taux d'investissement est tombé de quatre points. Aux États-Unis, l'investissement est revenu à son niveau d'avant la crise de 2007-2008.

1/e.1 - Des besoins structurels qui se sont renforcés après la crise de 2007-2008

Dans l'infrastructure

Les infrastructures dans la zone euro demandent une attention particulière. Depuis la crise de 2007-2008, les investissements en infrastructures ont baissé de 3 % à 2,5 % du PIB. Alors que cette part oscillait entre 3 et 3,5 % du PIB dans les années 1990-2000, elle se stabilise aujourd'hui à 2,5 %. Tous les pays sont affectés à des degrés divers : si les besoins sont très vifs dans les pays du sud de l'Europe (Espagne, Italie, Portugal) qui ont pratiqué une rigueur économique pour réduire leur endettement, le retard est aussi important en France, Irlande et Allemagne.²¹ En Allemagne, une étude (DIW, 2017)²² a ainsi récemment montré que près de 20 % des autoroutes et 41 % des routes nationales ont besoin d'être remises en état. Près d'un tiers des ponts ferroviaires a aussi dépassé la "date de péremption". Selon l'institut, depuis 1999, l'Allemagne aurait accumulé un retard d'investissement proche de 1 000 milliards d'euros.

La qualité des infrastructures est doublement importante : pour éviter l'isolement de zones rurales ou enclavées et pour faciliter la transition numérique. Par ailleurs, les investissements en infrastructures sont à long terme et génèrent des emplois. Enfin, les infrastructures bénéficient du progrès technologique et sont essentielles au développement d'une économie respectueuse de l'environnement. Un plan ambitieux de relance par les infrastructures devrait être une priorité de la politique économique européenne. Or, la lenteur de mise en œuvre des projets renvoie à l'acceptation politique et locale de ces projets. Par ailleurs, un projet d'infrastructures vertes est essentiel parce qu'il sera dès demain un avantage comparatif.

21 "Oser le Long Terme, Refonder l'investissement pour l'Europe de demain", task force investissement de long terme de la Place de Paris, présidée par Gérard de la Martinière, 2018, 2016 et Le Monde, "Apprendre à financer le futur", Patrick Artus, Étienne Klein et Jean-Hervé Lorenzi, 20 avril 2020.

22 DIW, "Verkehr in Zahlen 2017/18", 2017, (S. Radke, Ed.), Berlin : BMVI.



Dans l'énergie

À horizon 2030, le cadre Énergie-Climat de l'UE prévoit la réduction des émissions de gaz à effet de serre (GES) de 40 % d'ici 2030 par rapport à 1990, l'amélioration de l'efficacité énergétique d'au moins 27 % et l'atteinte d'une part de 32 % d'énergies renouvelables dans la consommation d'énergie de l'UE, dont l'objectif est contraignant au niveau européen.²³

La plupart des pays européens sont entre 10 % et 20 % et l'objectif ne peut être atteint sans des investissements transfrontaliers en Europe. La bonne nouvelle est que certains pays y sont parvenus ; ainsi la Suède est d'ores et déjà à 50 % d'énergies renouvelables dans son mix énergétique. La France et l'Allemagne restent autour de 16 %, alors que la Pologne est à 11 %. Si les pays scandinaves sont les plus en avance, il faut aussi noter les efforts du Portugal (30 %) et de la Roumanie (24 %)²⁴.

Dans le transport

Au total, le secteur du transport représente 24 % des émissions mondiales de GES. Près de 75 % de ces émissions sont causées par le transport routier²⁵. Une mutation du transport routier est en cours, avec la croissance du nombre de ventes de voitures électriques et hybrides, le développement de véhicules en libre-service et du covoiturage, etc. Cependant, pour respecter les engagements de réduction de 40 % des émissions mondiales de GES entre 1990 et 2030, le développement de nouvelles

infrastructures doit aussi permettre le report modal de la voiture vers des modes de transport moins polluants. Adopter au niveau européen des principes normatifs communs de régulation de la circulation apparaît également essentiel.²⁶

Par ailleurs, clé de voûte du commerce mondial, les transports maritimes sont aussi un pollueur majeur qui compte pour plus de 3 % des émissions de GES à l'échelle mondiale²⁷, ce taux pouvant être multiplié par quatre d'ici à 2050. Développer aujourd'hui en Europe des infrastructures portuaires vertes et des transporteurs vertueux apporte trois avantages : moins de pollution des villes portuaires en Europe, des transports demain plus économes car moins contributeurs en carbone et une maîtrise des flux du commerce mondial.

Dans la santé, le social et l'éducation

Le recul des investissements en matière de santé s'accompagne d'une crise de l'hôpital qui frappe tous les pays d'Europe et une domination des laboratoires non-européens. De plus, le vieillissement de la population entraîne des besoins croissants en matière de santé. Des plans de santé à l'échelle européenne sont concevables et pourraient être acceptés par la population tandis que des plans de financement européens pour les populations fragiles et vulnérables permettraient de stabiliser le contexte social, au-delà de ce qui existe aujourd'hui. L'expérience de l'épidémie de Covid-19 a montré que le modèle allemand, avec une privatisation de certains hôpitaux contrebalancée par une gestion politique locale de la santé avec des Ministres de

23 Institut Montaigne, "Pour réussir la transition énergétique", juin 2019.

24 Eurostat, "Les énergies renouvelables dans l'UE en 2018", 23 janvier 2020.

25 Ministère de la transition écologique et solidaire, "DataLab, chiffres clés du climat", 2019.

26 Institut Montaigne, "Quelle place pour la voiture demain ?", juin 2017.

27 Parlement européen, "Émissions de CO₂ des avions et des navires : faits et chiffres", 2019.



la Santé par Land et une attention plus globale à la santé publique, avait de fait obtenu de meilleurs résultats que des systèmes centralisés et dépendants de modèles de gestion administrative. Une meilleure cohésion entre les secteurs de la santé et ceux du médico-social semble donc aussi une garantie importante d'efficacité.

Le groupe de travail Prodi Sautter (Fransen 2018) a évalué l'effort de financement en infrastructures sociales dans les secteurs de l'éducation, de la santé et du logement social et l'a comparé aux besoins de financement à horizon 2030. L'effort d'investissement à consentir est de l'ordre de 1 500 milliards d'euros pour la période 2018-2030. L'écart entre l'investissement et les besoins est ainsi de 15 milliards par an pour l'éducation, de 70 milliards par an pour la santé et la dépendance, et de 57 milliards par an pour le logement social.

Par ailleurs, après la crise de 2007-2008, les investissements publics se sont réduits fortement et ce dans un contexte de dette publique et d'ajustement budgétaire. Enfin, le constat de ce que les économies les plus endettées sont celles qui ont le plus besoin d'investissements dans les infrastructures est la conséquence de la réduction des budgets publics. Ce constat montre aussi que le problème pour l'éducation, la santé et le logement n'est pas seulement dans les montants d'investissements publics consentis et qu'il faut probablement réexaminer les principes d'organisation et de gestion administrative de ces politiques publiques ainsi qu'attirer vers ces secteurs des investissements privés de long terme.

Recommandation

Pour financer une croissance responsable en Europe, dégager des ressources financières européennes pour de l'investissement de long terme :

- dirigé vers les besoins en infrastructures responsables et la réduction des inégalités entre pays européens ;
- dirigé vers les investissements permettant la transition écologique ;
- qui favorise l'investissement privé dans des infrastructures responsables, lequel est porteur de croissance, de développement local ;
- qui se fasse via des plans d'investissement sur les infrastructures stratégiques européennes avec des régimes de concession adaptés aux exigences du capitalisme responsable.



1/e.2 - Une crise sanitaire avec des conséquences sociales, économiques et environnementales

Les infrastructures de santé et la gestion des chaînes d'approvisionnement à l'aune de la crise liée à l'épidémie de Covid-19

La crise liée à l'épidémie de Covid-19 est une crise mondiale. Elle frappe tous les pays et remet en cause les mécanismes de production, de consommation, de protection sociale ainsi que les mécanismes financiers. Elle va donc être l'occasion de remettre en cause très rapidement le modèle économique et financier dominant depuis le début des années 80. Les risques sont nombreux :

- pour les entreprises, celui de la faillite ou de la disparition des sources de financement ;
- pour les ménages, celui de la chute des revenus et de la disparition de l'intermédiation financière ;
- celui d'une étatisation, avec un niveau élevé de dépendance des entreprises aux politiques publiques, lesquelles devront répondre à court terme à une radicalisation du clientélisme populiste.

Il est donc urgent d'affirmer un modèle européen d'entreprise responsable et la fenêtre pour défendre cette option est très réduite. La crise sanitaire se traduira par une récession probablement très profonde et très atypique : en temps normal une épidémie de grippe moyennement forte provoque une chute mondiale du PIB de l'ordre de 0,7 %²⁸. Il est néanmoins intéressant d'observer que, pour une épidémie moyenne, 40 % des coûts de

l'épidémie tiennent à la baisse des revenus ; cette baisse n'explique plus que 12 % des coûts dans une épidémie forte où les coûts intrinsèques liés à la mortalité sont alors dominants²⁹.

Ainsi, l'essentiel des coûts portera sur la baisse des revenus des entreprises, par l'arrêt de la production et la chute de la consommation. C'est une crise totalement inédite, profonde, mais dans des économies qui seront assez résilientes (pas ou peu de pertes en capital humain et pas de pertes en infrastructures) et donc avec des capacités, mais pas nécessairement les financements adaptés, pour des rebonds rapides.

La rapidité et la profondeur de plans de relance sont donc la condition évidente pour accélérer la sortie de crise. Cette dernière est conditionnée à la solidarité financière européenne, laquelle est elle-même conditionnée aux objectifs de la gestion d'actifs dans les différentes institutions des différents pays. Ainsi, des pays où la population a préparé sa retraite en capitalisant des obligations ou des actions n'ont pas les mêmes intérêts.

Au lendemain de la crise, les entreprises devront reconstituer leurs plans de production et de financement. Elles devront aussi reconstituer leurs marchés et retrouver leurs clients. Elles devront donc regagner la confiance des clients, des salariés et des épargnants. Pour cela, elles auront besoin de s'appuyer sur des systèmes de financement adaptés, protégeant les épargnants contre des variations brutales de la valeur de leurs patrimoines financiers. L'ampleur de la récession à court terme est en effet

28 Banque mondiale, "Evaluating the Economic Consequences of Avian Influenza", Andrew Burns, Dominique van der Mensbrugge, Hans Timmer, 2006
29 Victoria Y. Fan, Dean T. Jamison, Lawrence H. Summers, "The Inclusive Cost of Pandemic Influenza Risk", NBER, 2016.



aggravée par une situation financière déjà fragile (mais optimiste) avant la crise qui était caractérisée par des niveaux d'endettements public et privé élevés, l'abondance des liquidités, l'inflation des actifs financiers et les taux d'intérêt très bas.

Il faudra un nouveau système financier en Europe qui soit en particulier plus intégré et plus attentif aux besoins des PME. Il faudra aussi probablement recourir à des mesures exceptionnelles pour soutenir les secteurs stratégiques les plus touchés (énergie, industrie automobile, services financiers, etc.) dans le respect des objectifs environnementaux de l'Union européenne.

Cette crise est aussi une crise réelle, c'est-à-dire que les modes de production vont devoir évoluer rapidement pour trouver une plus grande intégration européenne et revoir les principes de gestion à flux tendus. Les modes de consommation pourraient aussi être affectés avec une plus grande attention aux productions locales et moins de tourisme, moins de transport, plus de télétravail, etc.

L'ampleur de cette crise selon les pays est aussi la conséquence de l'efficacité des systèmes de protection sociale : la qualité et la rapidité des décisions de santé publique auront permis à des pays comme la Corée du Sud³⁰ ou l'Allemagne d'éviter les conséquences de mesures de confinement trop longues. Le nombre de lits de réanimation par habitant et la rapidité de la prise en charge est un facteur évidemment associé à la mortalité plus ou moins forte de la pandémie.

Or, les inégalités en matière de santé et d'efficacité des systèmes sanitaires sont très élevées en Europe.

Le plan de relance européen

L'ampleur des conséquences de l'impréparation sanitaire révèle un des maux constants de l'Europe, un retard dans les dépenses d'infrastructures et la fin de la convergence des économies européennes depuis la crise de 2007-2008. Un plan de relance des dépenses d'infrastructures européennes est donc impératif après la crise et reviendra à reconfigurer les objectifs du *Green Deal* ainsi que les taxonomies en vigueur.

Dans le contexte de la crise, le plan de relance européen de juillet 2020 propose notamment la création d'un "fonds de relance" de 750 milliards d'euros aux secteurs et aux régions de l'UE les plus frappés par la crise sanitaire et ses répercussions. La Commission européenne, dans ce plan de relance, distingue des prêts à hauteur de 360 milliards d'euros et de 390 milliards d'euros de subventions. Les critères d'attribution de ces fonds ne sont pas encore précisément connus, mais il est d'ores et déjà arrêté que ces critères retiendront la croissance, la création d'emplois et la résilience sociale des États membres.

³⁰ Institut Montaigne, "Coronavirus : l'Asie orientale face à la pandémie - Corée du Sud : dépistages, investigations ciblées et la question de la vie privée", Mathieu Duchâtel, François Godement, Fiona Trichard et Viviana Zhu, 26 mars 2020.



Le *Green Deal* était la nouvelle ambition de croissance de l'Europe, portée par Ursula von der Leyen, depuis le 1er décembre 2019. Ce projet visait à renforcer, homogénéiser et découpler les politiques de l'UE en matière de lutte contre le réchauffement climatique en promouvant un cadre commun européen. Aujourd'hui, le plan de relance retient un critère de 30 % des investissements qui devront être consacrés à la transition énergétique, afin d'atteindre une neutralité carbone en 2050. L'UE estime en effet que seul un investissement public massif en plus des efforts continus du secteur privé pourra changer la donne et offrir un nouvel environnement économique propice aux solutions bas carbone.

Pour mémoire, la Commission européenne avait identifié sept domaines d'action : l'énergie, l'industrie, la construction et la rénovation, la mobilité, la biodiversité, l'agriculture et l'alimentation ainsi que la pollution. Les plans d'action concrets pour chacun de ces domaines sont en cours d'élaboration. À ces domaines vient s'ajouter la création très attendue, pour 2021, d'un "mécanisme d'ajustement carbone aux frontières" de l'UE, qui s'établira secteur par secteur dans le respect des réglementations de l'Organisation Mondiale du Commerce (OMC), afin de protéger les entreprises européennes qui respectent les normes environnementales. Concrètement, l'application d'un accord serait suspendue si l'autre partie ne respectait pas ses obligations climatiques. Le système d'échange de quotas d'émission sera également imposé à de nouveaux secteurs, notamment aux transports aérien et maritime ainsi qu'au secteur de la construction.

Mais, si le *Green Deal* était porteur d'une transformation écologique de l'économie, il n'était en rien garant d'une transformation sociale. Après la crise, le plan de relance est lui plus focalisé sur des objectifs sociaux et en particulier sur l'emploi. Or, un modèle de capitalisme responsable est un modèle où les objectifs de long terme sont garantis par des investissements privés et les objectifs de transformation sont portés par de l'endettement public, souscrit par des épargnants de pays tiers désireux de bénéficier d'une stabilité de long terme.

Il y a ici, deux difficultés à penser le "S" de RSE. La première tient à ce que la question sociale n'est pas la même entre tous les pays européens. L'histoire économique et sociale des pays est très différente et la compréhension des enjeux sociaux ou sociétaux est contrastée. Les modalités de la protection sociale sont de ce fait très différentes tant dans leurs modes de financement universalistes ou contractualistes que dans les objectifs qui leur sont donnés. Il est dès lors difficile de s'entendre sur des objectifs sociaux de base entre pays et des modalités communes à mettre en place. Peut-être serait-il possible de s'entendre sur des objectifs liés à une réalité commune, celle du vieillissement des populations.



Du point de vue sociétal, ce dernier oblige à l'harmonie entre générations ce qui signifie de prêter la plus grande attention à ne pas exclure les jeunes générations et à leur permettre d'accéder à l'emploi, au logement et à la formation. Dans le même temps, le vieillissement demande une attention aux plus âgés afin, notamment, de leur permettre d'accéder aux services médico-sociaux nécessaires. Ces deux objectifs pourraient peut-être caractériser une définition d'objectifs sociétaux partagés par tous les pays d'Europe et cohérents avec les enjeux d'un capitalisme responsable. Par

ailleurs, un horizon commun peut être la définition des modalités de l'acceptation sociale de la transition environnementale.

L'autre difficulté à définir le "S" tient à ce que, si des mesures concrètes en matière environnementale peuvent être décidées et sont mesurables, il est au contraire plus difficile de comprendre les effets sociaux à long terme d'une stratégie d'entreprise ou d'une décision d'investissement. Et souvent, c'est quand il est trop tard que les décisions prises contredisent les objectifs sociaux.

Recommandation

Définir les termes d'une taxonomie sociale qui complète la taxonomie écologique, en tenant compte des préoccupations sanitaires et sociales.





CHAPITRE ②

L'information

L'information est au cœur du capitalisme. Elle est au principe du fonctionnement des marchés et du financement des entreprises.

Aujourd'hui, elle est produite à deux niveaux : le premier est celui de l'entreprise, elle-même soumise à de rigoureuses obligations de reporting ; le second est celui de l'investisseur qui a ses propres instruments de connaissance et d'évaluation des entreprises. Caractéristique de la promotion du capitalisme responsable, cette information, aux deux niveaux, se divise désormais entre une dimension "financière" et une dimension "extra-financière". Ainsi, à leur niveau, les entreprises se trouvent désormais soumises d'un côté au reporting comptable, qui obéit à des règles très strictes, et à un reporting extra-financier qui, année après année, se montre un peu plus contraignant. Quant aux investisseurs, ils développent, à côté d'instruments de valorisation financière des entreprises, des techniques d'évaluation extra-financière, qui elles-mêmes prennent de plus en plus d'importance dans les décisions d'allocation d'actifs.

Précisément, reporting extra-financier comme évaluation extra-financière décrivent et mesurent ce qu'on a coutume d'appeler la "responsabilité" de l'entreprise, ce qui permet de la qualifier d'entreprise "responsable". Cela ne doit pas cacher ou faire oublier que l'entreprise est responsable vis-à-vis de ses actionnaires. Il y a bien une responsabilité financière de l'entreprise : elle se mesure par sa profitabilité. La responsabilité extra-financière, quant à elle, décrit la manière, les processus, les comportements qui permettent à l'entreprise d'être profitable : son éthique. Cela commence par son objet même : une

entreprise cherche-t-elle, ou pas, à être profitable en exploitant des objets prohibés ou dangereux, uniquement pour maximiser son profit à court terme ? Cela comprend aussi son respect de normes fondamentales (sur le travail des enfants, la corruption, l'évasion fiscale...), des lois mais aussi de valeurs qui définissent les tolérances et les aspirations des sociétés où elles exercent.

On peut mesurer les progrès de la responsabilisation du capitalisme par l'importance que prennent les questions extra-financières à la fois dans la conduite des entreprises et dans leur évaluation. Désormais, autant au niveau national qu'européen, les entreprises ont à publier un reporting extra-financier dont on projette la normalisation au niveau européen. Les investisseurs, de leur côté, tendent à intégrer la dimension extra-financière à l'ensemble de leurs décisions de gestion. À ce niveau, on constate que les régulateurs nationaux et européens s'efforcent à la fois d'encourager ce mouvement tout en cherchant à l'encadrer.

Ces questions d'information, comptable, financière et extra-financière, peuvent paraître secondaires eu égard à ce que produit l'entreprise, à ses résultats, au nombre de ses collaborateurs, à la manière dont elle se comporte. En réalité elles sont décisives, elles sont au cœur du fonctionnement du capitalisme et au principe de l'échange et de l'articulation entre le monde qu'on appelle de "l'économie réelle" et le monde financier, celui qui, finançant le premier, en est comme l'oxygène ou le poumon.

Domaine stratégique, la production de l'information comptable, financière et extra-financière, se heurte à une difficulté fondamentale : il faut, en



particulier en matière comptable, traduire une réalité à la fois matérielle et immatérielle en une valeur monétaire, en un prix exprimé en argent. Cela suppose des conventions, qui ont elles-mêmes une double fonction : d'une part, elles doivent être la représentation la plus exacte possible de la réalité, d'autre part, elles doivent être acceptées par l'ensemble des acteurs comme exprimant la "vraie" valeur de l'entreprise. Elles doivent être fiables, elles sont faites pour engendrer la confiance. Ces conventions ont donc une fonction de représentation et une fonction de communication. Leur définition ne peut pas être laissée à la seule disposition des acteurs. L'existence des marchés suppose que ces conventions soient normalisées par un régulateur qui aura la confiance des acteurs et/ou des pouvoirs publics qui pourront les imposer.

Conventionnelles, les normes comptables ne peuvent pas écarter un certain arbitraire selon la manière dont on va choisir d'exprimer la valeur de tel ou tel actif. Historiquement, la normalisation comptable en Europe oppose les tenants de deux grandes philosophies : la valeur historique et la valeur de marché, la première tenant compte du coût d'acquisition et de son évolution dans le temps, la seconde du prix que l'actif aurait lors d'un échange réalisé au moment de l'évaluation. Les deux évaluations n'aboutiront pas du tout au même résultat s'il s'agit, par exemple, d'un portefeuille boursier lors d'une crise financière.

Les grands débats de la normalisation comptable voient ainsi s'affronter des systèmes de conventions qui ne relèvent pas de la même vision de la valeur. Il en va de même, quoique différemment, pour ce qui concerne le reporting et l'évaluation extra-financiers.

Comment, par exemple, mesurer les émissions de CO₂ produites par une entreprise ou comment évaluer que sa trajectoire est conforme à l'Accord de Paris ? Cela dépendra si l'on prend seulement en compte les émissions de l'entreprise elle-même, ou celle de ses sous-traitants, ou celle que ses clients engendrent par l'usage du produit. Ces conventions vont aussi porter sur ce qu'il convient d'observer (et comment), sur une cartographie de l'activité de l'entreprise du point de vue de sa responsabilité, mais aussi sur la manière d'en tirer une évaluation, qui se traduit ici le plus souvent par une note (et non un prix) qui permettra de comparer les entreprises entre elles. C'est un domaine où, après avoir laissé les acteurs édifier leurs propres grilles d'évaluation, le régulateur intervient de plus en plus pour normaliser, introduire des conventions de marché, permettant aux acteurs de s'entendre. C'est donc incontournable dans le cadre d'un capitalisme responsable.

Quelle est la situation en Europe ? On peut la caractériser ainsi : perte de la maîtrise et contradiction.

- *La perte de la maîtrise. Elle caractérise autant la dimension financière que la dimension extra-financière de l'information. La preuve en est l'histoire rocambolesque de l'imposition des International financial reporting standards (normes IFRS) par les États-Unis et de l'idéologie de la fair value dans l'espace de l'Union, qui a vu les Européens se laisser imposer des normes comptables, résolument étrangères à la philosophie de l'économie sociale de marché, dans le vain espoir d'avoir accès aux marchés financiers américains. Par ailleurs, c'est un fait que la notation extra-financière est aux mains d'agences américaines, qui ne cessent de*



renforcer leurs pouvoirs. Ainsi, les évaluations des acteurs de l'investissement responsable se trouvent de fait déterminées par les données qu'elles leur fournissent et qui n'expriment pas nécessairement leurs valeurs. S'il doit y avoir un capitalisme responsable européen, il passe donc par un mot d'ordre fondamental : Take Control Back, reprendre le contrôle, retrouver la maîtrise, assumer ses valeurs.

- *La contradiction.* Elle tient au fait que, dans le même temps où la Commission européenne promeut des normes comptables qui favorisent les appréciations de court terme, elle cherche

à encourager une vision "responsable" de la conduite de l'entreprise et de l'investissement qui passe au contraire par la valorisation du long terme. L'attitude de la Commission conduit ainsi à mettre en tension, voire à opposer, la vision comptable et la vision extra-financière. Cela est devenu intenable, comme la Commission le reconnaît elle-même dans son Plan d'action pour une finance durable de 2018. Précisément, la résolution de cette contradiction peut et doit être l'occasion pour les Européens de reprendre la main quant à la manière de valoriser les entreprises, et en particulier les entreprises responsables.

2/a - Information comptable et reporting extra-financier

L'entreprise produit l'information financière et extra-financière qui est ensuite analysée et retraitée par les analystes, les agences de notation et d'autres parties prenantes. Cette information "primaire" est donc capitale.

L'information financière est obtenue à partir de normes comptables internationales établies par une organisation internationale et qui privilégient le court terme au long terme, fragilisant les entreprises qui s'engagent vers un modèle responsable et les freinant dans l'accès à des financements.

L'information extra-financière est obtenue à partir de critères également déterminés par des

organisations internationales, souvent anglo-saxonnes, dont l'objet est essentiellement de protéger l'entreprise. Ces critères ne répondent pas aux attentes de la société qui demande à l'entreprise de préserver voire enrichir son écosystème, qu'il soit social, sociétal ou environnemental.

Au-delà d'une réforme des normes comptables qui s'impose, l'Europe doit définir ses propres critères extra-financiers au soutien d'un capitalisme responsable qui réponde aux attentes de nos sociétés. L'Europe ne doit pas se contenter de protéger ses entreprises des risques ESG mais faire en sorte que ces dernières protègent la société et son environnement tout en faisant en sorte de réaliser des profits.



2/a.1 - L'information comptable doit refléter la réalité de l'entreprise responsable

Il serait vain d'affirmer une liberté de circulation des capitaux au sein de l'Union européenne (UE) sans un cadre comptable commun. Fort de ce constat, la Commission européenne a milité pendant de nombreuses années pour une harmonisation des normes comptables. Deux directives ont ainsi été adoptées dans les années 1980³¹ qui sont rapidement apparues inefficaces en ne permettant pas d'accompagner les entreprises dans leur développement international. Ces dernières, tout comme les marchés financiers auprès desquels elles se finançaient, ont estimé que les référentiels comptables en vigueur en Europe ne leur procuraient pas une information financière suffisante. En outre, la *Securities and Exchange Commission* (SEC) imposait aux groupes européens souhaitant lever des capitaux sur les marchés financiers américains de présenter leurs comptes selon les normes américaines. Des voix se sont alors élevées pour que l'UE, incapable de s'accorder sur un référentiel comptable commun, s'aligne sur les normes américaines.

Si rien n'interdisait à l'UE d'adopter les US GAAP (les règles comptables américaines), une telle décision aurait soulevé un véritable problème de souveraineté, aux conséquences considérables pour les entreprises européennes. Les adopter c'était accepter une emprise, de fait, des normes américaines sur la gestion des entreprises européennes, se mettre dans les mains d'un normalisateur comptable susceptible de changer ces normes sans se soucier de leurs intérêts, d'une autorité de marché étrangère seule habilitée à interpréter et à

contrôler leur bonne application. La Commission européenne publie alors en 1995 un document d'orientation³² qui envisage pour la première fois la possibilité pour les sociétés cotées européennes de recourir aux normes comptables internationales établies par l'*International Accounting Standard* (IAS), en complément des directives européennes. La Commission entend alors rassurer l'Organisation internationale des commissions de valeur (OICV), soucieuse des difficultés qu'engendrait l'existence de normes comptables différentes pour les investisseurs internationaux. Elle décide d'encourager l'*International Accounting Standard Board* (IASB) à progresser vers un ensemble complet de normes comptables de qualité et harmonisées. Cette stratégie est intégrée en 1999 dans le Plan d'action pour les services financiers de l'UE.

L'IASB se réforme, un nouveau *board* est constitué en 2001 et les normes IAS existantes sont intégrées comme point de départ du nouveau référentiel, dans l'attente de leur révision éventuelle. Une nouvelle appellation, *International Financial Reporting Standards* (IFRS), est adoptée. L'OICV et la Commission, souhaitant l'adoption d'un référentiel reconnu mondialement, se rapprochent alors des autorités américaines, dont la SEC qui estime nécessaire une convergence entre les normes comptables américaines *Financial Accounting Standard* (FAS) et les normes IFRS. En 2002, les deux organismes signent un *Convergence Agreement* établissant des modalités de coopération, suivi en 2006 de la publication d'un programme de travail.

31 La 4^e directive 78/660/CEE, du 25 juillet 1978, a harmonisé les dispositions nationales concernant la structure et le contenu des comptes annuels et du rapport de gestion, les modes d'évaluation ainsi que la publicité de ces documents. La 7^e directive 83/349/CEE, du 13 juin 1983, a fait de même s'agissant des conditions d'établissement des comptes consolidés.

32 Commission européenne, "L'harmonisation comptable : une nouvelle stratégie au regard de l'harmonisation internationale", 1995.



En novembre 2007, à la suite d'une vaste consultation, la SEC autorise les émetteurs étrangers à publier les documents comptables d'information requis par sa réglementation selon les normes IFRS, sans devoir présenter en complément, soit un rapprochement avec les données retraitées selon les US GAAP, soit des comptes en US GAAP.

2/a.1.1 - L'abandon par l'Europe de sa souveraineté comptable

Incapable de se mettre d'accord sur un référentiel comptable européen et sous la pression d'une mondialisation de plus en plus galopante, l'UE s'en remet aux normes comptables IFRS élaborées par l'IASB, organisme privé sur lequel elle n'exerce aucun contrôle.

Le 19 juillet 2002, le Parlement européen adopte le Règlement (CE) n° 1606/2002 et les normes IFRS afin de faciliter le bon fonctionnement du marché des capitaux, protéger les investisseurs, préserver la confiance envers les marchés financiers et aider *“les sociétés communautaires à affronter leurs concurrents à armes égales dans la lutte pour les ressources financières offertes par les marchés des capitaux de la Communauté et du monde entier”*.

L'Europe a ainsi délégué sa souveraineté comptable à un organisme international privé dans une indifférence quasi générale, sans doute parce qu'il s'agissait d'une perspective lointaine et encore incertaine, portant sur une matière complexe et technique dont bien peu avaient saisi l'importance.

Le Règlement comptable pose également le cadre d'adoption des normes IFRS au sein de l'UE en créant l'EFRAG³³ et l'ARC³⁴. **L'EFRAG** est chargé,

De 2007 à 2015, la coopération entre les normalisateurs IASB et FASB continue, aboutissant à une certaine convergence. Mais, en dépit des progrès accomplis et sous la pression des régulateurs, les États-Unis ne progressent plus sur le chemin de l'adoption des IFRS. C'en est fini pour de nombreuses années d'une convergence des normes comptables.

pour le compte de la Commission, de suivre l'élaboration des normes comptables par l'IASB et d'intervenir pour défendre les intérêts européens. Il donne son avis sur les normes proposées par l'IASB et leur application en Europe à travers une analyse technique et une consultation de toutes les parties intéressées. **L'ARC**, présidé par la Commission européenne, est composé de représentants des États membres. Il intervient après avoir pris connaissance de l'avis technique donné par l'EFRAG et statue uniquement sur la conformité de la norme avec la législation européenne. Une norme comptable établie par l'IASB ne peut être adoptée par l'UE qu'après avoir été préalablement évaluée par l'EFRAG qui recommandera son adoption ou son rejet, puis par l'ARC qui donnera un avis sur la décision proposée par l'EFRAG. La Commission européenne décidera ensuite d'intégrer ou non la norme dans le droit européen.

En faisant le choix d'une homologation ex post, une fois la norme IFRS approuvée par l'IASB et publiée, l'UE se prive de toute possibilité de l'amender, se refusant ainsi à “européaniser” un référentiel comptable qui, conformément à l'objectif de l'IASB, a une vocation mondiale.

33 L'European Financial Reporting Advisory Group (Groupe consultatif européen sur l'information financière).

34 L'Accounting Regulatory Committee (Conseil Européen de Réglementation Comptable).



De même, l'UE se refuse à toute interprétation des normes IFRS. Dans ses observations sur certains articles du règlement 1606/2002/CE, publiées en novembre 2003, la Commission européenne l'a clairement exprimé en déclarant que *“dans un système fondé sur des principes, tel que les IAS, il y a toujours des transactions ou des accords non couverts par des règles explicites. Dans ces circonstances, les IAS exigent spécifiquement de la direction de la société qu'elle exerce son jugement pour définir le traitement comptable le plus approprié. [...] Le droit national ne peut donc pas, en prescrivant des traitements particuliers, restreindre ou entraver cette obligation d'exercice d'un jugement de la manière envisagée”*.

2/a.1.2 - De la norme comptable au reporting financier

L'IASB impose ainsi son modèle au service des investisseurs. Les normes comptables deviennent des normes de *reporting* financier traduisant la consécration de la valeur financière de l'entreprise sur sa valeur comptable. Pour l'IASB, *“l'objectif de l'information financière à usage général est de fournir, au sujet de l'entité qui la présente (l'entité comptable), des informations qui soient utiles aux investisseurs, aux prêteurs et autres créanciers, actuels et potentiels, aux fins de leur prise de décisions sur l'apport de ressources à l'entité. Ces décisions ont trait à l'achat, à la vente ou à la conservation de titres de capitaux propres ou de créance, et à la fourniture ou au règlement de prêts et d'autres formes de crédit”*. L'IASB impose ainsi à l'Europe sa vision de la réalité de l'entreprise selon une philosophie qui lui est propre.

En conséquence, *“le règlement IAS étant directement applicable, les États membres veilleront à ne pas essayer de soumettre les sociétés à des dispositions supplémentaires de droit national qui empêchent, contredisent ou entravent le respect, par celles-ci, des IAS adoptées”* en vertu de ce Règlement comptable.

Les normes IFRS doivent ainsi s'appliquer telles quelles dans l'UE qui ne peut ni soumettre un amendement ni proposer une modification. Elle peut seulement décider de rejeter une norme en ne l'adoptant pas. En cas de désaccord entre l'IASB et l'UE s'engage un travail fastidieux de recherche d'un compromis qui satisfasse les deux parties.

Les normes IFRS insistent sur les caractéristiques de l'information pour le preneur de décision à travers le respect de quatre critères que sont l'intelligibilité, la pertinence, la fiabilité et la comparabilité, alors que les normes comptables françaises mettent l'accent sur la continuité de l'exploitation, la sincérité et la régularité. D'autres caractéristiques en apparence semblables sont dans les faits très éloignées. C'est le cas de la **prudence**, principe qui, selon les normes comptables françaises, ne vise à comptabiliser que les pertes latentes alors que selon les normes IFRS elle doit prendre en compte un certain degré de précaution dans l'exercice des jugements nécessaires pour procéder aux estimations dans des conditions d'incertitude, pour faire en sorte que les actifs ou les produits ne soient pas surévalués et les passifs ou les charges ne soient pas sous-évalués.



L'IASB a également introduit le **principe de prééminence du fond sur la forme** (*substance over form*) : la nature économique prime sur la nature

juridique et patrimoniale des éléments du bilan, engendrant des conséquences importantes sur la présentation des comptes.

2/a.1.3 - La juste valeur, principe cardinal des normes IFRS

La **juste valeur** apparaît pour la première fois en 1995 avec la publication de la norme IAS 32 qui la définit comme celle qui “*désigne le prix auquel un actif pourrait être échangé ou un passif réglé entre deux parties compétentes n’ayant aucun lien de dépendance et agissant en toute liberté*”. Depuis, quasiment toutes les normes comptables internationales retiennent la juste valeur.

Le 12 mai 2011, l'IASB publie la **norme IFRS 13 Évaluation de la juste valeur** qui fixe un cadre uniforme d'information financière pour la détermination de la juste valeur. Elle devient la valeur de référence dans l'approche comptable internationale. La Commission européenne l'insère ensuite dans le Règlement comptable, amendé en conséquence le 11 décembre 2012³⁵. En théorie, la juste valeur peut être déterminée selon le prix de marché ou l'actualisation des flux de trésorerie futurs. En pratique, la première méthode est celle qui est le plus souvent utilisée, la valeur de marché (*market value*) devenant la mesure comptable de référence.

Le 22 novembre 2016, la Commission adopte la **norme IFRS 9** – qui remplace la norme IAS 39 – et l'insère dans son Règlement comptable afin “*d'établir les principes d'information financière en matière d'actifs financiers et de passifs financiers en*

vue de la présentation d'informations pertinentes et utiles aux utilisateurs des états financiers pour l'appréciation des montants, du calendrier et du degré d'incertitude des flux de trésorerie futurs de l'entité”. Cette norme s'applique depuis le 1^{er} janvier 2018 aux entreprises européennes faisant appel public à l'épargne.

Par ailleurs, la **norme IFRS 17** remplacera la norme actuelle IFRS 4 sur les contrats d'assurance, pour les périodes comptables commençant le 1^{er} janvier 2023. Elle modifiera significativement les règles de valorisation des passifs d'assurance et requerra des informations détaillées sur les risques et les hypothèses sous-tendant les provisions techniques.

Appliquées aux instruments de capitaux propres, notamment les actions, **les normes IFRS 9 et 13** engendrent, soit une volatilité du résultat qui ne reflète pas la réalité économique de l'investissement de long terme puisque l'actif concerné n'est pas à vendre instantanément, soit ne permet pas de mesurer la performance d'un investissement de long terme car les gains ou les pertes, qui seront constatés lors de sa cession, ne seront jamais comptabilisés dans un compte de résultat, générant un doute sur la performance de cet investissement de long terme.

³⁵ Selon le règlement UE n° 1255/2012 : “*la juste valeur est une mesure fondée sur le marché et non une mesure spécifique à l'entité. Pour certains actifs et certains passifs, il existe des transactions observables sur le marché ou des informations de marché. Pour d'autres, il n'en existe pas. Toutefois, dans les deux cas, l'évaluation de la juste valeur vise le même objectif : estimer le prix auquel une transaction normale visant la vente d'un actif ou le transfert d'un passif serait conclue entre des participants de marché à la date d'évaluation dans les conditions actuelles du marché (c'est-à-dire une valeur de sortie à la date d'évaluation, du point de vue d'un participant de marché qui détient l'actif ou doit le passif)*”.



La norme IFRS 9 modifie également les règles de dépréciation des instruments financiers. Notamment, le fait générateur de leur dépréciation est constitué par les pertes avérées et non pas les pertes attendues. Alors qu'auparavant une société attendait de constater un événement de défaut de crédit ou une probabilité quasi certaine de défaut avant de déprécier un instrument financier, elle doit désormais constater une provision dès l'achat ou la souscription de ce dernier en fonction de la probabilité de défaut. Le montant de la provision est ensuite, le cas échéant, augmenté en fonction de l'évolution du risque. L'IASB impose ainsi de comptabiliser les provisions en prenant en considération des données économiques prospectives reflétant la réalité du cycle économique.

Au-delà des normes comptables, les normes prudentielles sont également tenues de respecter le principe de valeur réelle ou de valeur de marché. Ainsi, **Solvabilité 2** mesure les exigences en capital des compagnies d'assurances en fonction de leurs actifs et passifs évalués selon leur valeur de marché. Ces entreprises ont été principalement impactées par l'application de ce principe, la majorité d'entre elles utilisant précédemment d'autres méthodes désormais interdites par le régulateur, telles que celles du coût historique, du coût déprécié ou du coût amorti pour valoriser dans leurs comptes les primes et les provisions inscrites. La norme IFRS 9 affecte également les ratios de solvabilité des banques. D'après une étude réalisée en 2018 par le Cabinet Mazars concernant les 30 premières banques de l'indice STOXX Europe 600 banks, trois quarts d'entre elles ont subi un impact défavorable sur leur ratio CET1 (en moyenne -24 bp)³⁶.

2/a.1.4 - Critiques de l'Union européenne envers l'IFRS 9

Le principe de la juste valeur n'est pas adapté à la vision contemporaine de l'entreprise. Il revêt une dimension exclusivement financière au service de l'actionnaire et favorise des comportements de court terme incompatibles avec les engagements long terme des entreprises responsables.

Dans son Plan d'action pour une finance durable de 2018, la Commission européenne a sévèrement critiqué les normes IFRS, principalement la norme IFRS 9 qui *“est considérée par de nombreuses entreprises comme ayant un impact négatif sur le financement à long terme, y compris sur les investissements et les prêts. La raison en est que les règles IFRS actuelles impliquent une plus grande volatilité du compte de résultat, même*

si aucune transaction n'a lieu, simplement en raison des mouvements du marché. En outre, elles renforcent la procyclicité, car les investisseurs à long terme doivent intégrer les mouvements du marché à court terme et ne peuvent pas jouer le rôle de stabilisateurs.”. Ces normes sont des freins importants à la transformation d'entreprises qui doivent financer sur le long terme des investissements de transition avec des instruments de capitaux propres de long terme évalués chaque année à leur juste valeur.

Ces principes fragilisent les entreprises confrontées aux transformations de leurs modèles économiques. En effet, les variations de valeurs de ces actifs financiers sont comptabilisées dans un

36 Mazars, “Impacts chiffrés d'IFRS 9 : premiers enseignements”, 2018.



poste de capitaux propres alors que les dotations annuelles des provisions pour restructuration sont inscrites en charge dans le compte de résultat. De plus, les gains (ou les pertes) constatés lors de la cession de ces actifs ne sont jamais comptabilisés dans un compte de résultat.

Cette anomalie, relevée dans le Plan d'action 2018 pour une finance durable, affecte particulièrement le secteur de l'énergie pour qui *“la difficulté peut survenir, par exemple, lorsque les entreprises doivent prendre des dispositions importantes liées à la liquidation d'activités nucléaires dans le cadre de la transition énergétique [...]. D'un point de vue financier, cela peut impliquer des investissements à long terme dans des instruments de capitaux propres qui seraient préférables à des dettes [...]. Le problème est que les exigences d'évaluation au prix du marché (mark-to-market) créent des fluctuations à court terme et un décalage des échéances de reporting. L'industrie européenne de l'électricité, par exemple, qui compte environ 3 500 entreprises et qui est un secteur essentiel pour atteindre la neutralité carbone d'ici 2050, a confirmé lors de la consultation des parties prenantes que l'obligation d'évaluation au prix*

du marché (mark-to-market) a un impact négatif sur ses investissements de capitaux propres à long terme”.

Les critiques de la Commission européenne à l'encontre des normes IFRS portent également sur la chaîne de financement, affectée en raison du fait que les ratios de solvabilité des banques et des compagnies d'assurances sont calculés selon les normes comptables IFRS. Est particulièrement pénalisé le secteur de l'assurance *“qui, en raison de la nature de long terme de nombre de ses passifs, pourrait investir davantage dans des actions. Mais elles sont obligées, par le biais des IFRS, de déclarer la valeur de marché actuelle de leurs investissements en actions ou de considérer (selon la classification comptable) les actions comme “dépréciées” en cas de mouvement à la baisse plus important. Ces caractéristiques, combinées aux exigences réglementaires de Solvabilité 2, ont contribué à la baisse de la part investie en actions par les compagnies d'assurance européennes, ce qui est particulièrement frappant par rapport à leurs homologues américaines, qui ont été soumises à un régime prudentiel et comptable différent.”*³⁷.

2/a.1.5 - Les pistes de réforme

Le poids de l'Europe au sein de l'IASB doit être renforcé et le principe de la juste valeur aménagé.

Une Europe plus puissante au sein de l'IASB

Le poids de l'Europe au sein de l'IASB est très faible. Elle ne peut influencer que très

modérément les décisions qui y sont prises. Parmi les 14 membres du board de l'IASB, l'Europe ne dispose que de quatre sièges. Les dix autres membres sont des représentants des zones Asie (quatre membres), Amérique (quatre membres) et l'Afrique (un seul membre). Le dernier membre du board n'est pas affecté à une zone géographique spécifique. Sur les

³⁷ Commission européenne, “Plan d'action : financer la croissance durable”, 2018.



22 trustees de la fondation IFRS, entité mère de l'IASB, seuls six d'entre eux sont Européens. Les zones Asie et Amérique sont chacune également représentées par six trustees. Un seul trustee représente l'Afrique et trois trustees ne sont pas affectés à une zone géographique spécifique. L'Europe ne dispose que de 27,3 % des droits de vote au sein de la Fondation IFRS et de 28,5 % des droits de vote au sein de l'IASB. Compte tenu de son très faible poids politique, elle ne dispose pas du pouvoir de s'opposer à une norme dont l'approbation par le board requiert un vote affirmatif d'une super-majorité de neuf membres.

Dès lors qu'elle a confié à l'IASB le soin d'établir ses normes comptables, l'UE doit être mieux représentée au sein de cette organisation et doit disposer d'un poids politique plus important lui permettant de participer à l'élaboration des normes. Elle ne doit pas non plus s'interdire de faire pression, autant que nécessaire, sur l'IASB pour orienter les normes IFRS dans un sens favorable à ses intérêts et à ceux des États membres. Dans cet esprit, l'Europe doit disposer du pouvoir d'approuver les normes comptables ex ante, avant qu'elles ne lui soient imposées par l'IASB, le seul recours de l'Europe étant alors de les refuser *ex post*.

Elle doit également être force de proposition. À cette fin, l'Europe doit accepter de financer une étude qui serait menée par des experts européens nommés par la Commission européenne et dont l'objet serait de définir un cadre comptable européen.

Réforme des normes comptables

L'UE ne peut pas se permettre de partir battue en déclarant *“ne pas être en mesure d'approuver un traitement comptable particulier pour les investissements de long terme autre que l'évaluation au prix du marché (mark-to-market valuation)³⁸”*. Elle doit au contraire faire pression auprès de l'IASB pour disposer de normes comptables adaptées aux engagements de long terme de ses entreprises.

Les propositions émises par le secrétariat de l'EFRAG doivent être sérieusement analysées, notamment celles relatives à la comptabilisation des actifs financiers de long terme, soit au coût historique, soit selon leur juste valeur moyenne. D'autres méthodes doivent être envisagées, notamment celles (i) du coût ajusté, l'ajustement serait fonction de la part du résultat de l'entreprise détenue ou s'appuierait sur des transactions observées sur le marché, (ii) de la juste valeur ajustée ou (iii) de l'approche fondée sur l'allocation.

Les conditions de détention des actifs financiers de long terme ne doivent pas engendrer de traitements comptables différents. La détention d'actions ou d'autres instruments de capitaux propres par l'intermédiaire de structures ne devrait pas conduire à exclure ces investissements du nouveau périmètre, sachant que la norme IFRS 9 est encore plus contraignante pour les investissements intermédiés que pour ceux réalisés directement puisque seule est autorisée la comptabilisation des variations en juste valeur par résultat. Enfin, une réflexion sur les règles de calcul des provisions doit également être menée.

38 Commission européenne, “Plan d'action : financer la croissance durable”, 2018.



Recommandation

Reprenre la maîtrise des principes qui régissent l'élaboration des normes comptables européenne au sein de l'IASB et redéfinir un cadre comptable européen.

Pour ce faire :

- l'UE doit faire pression, autant que nécessaire, sur l'IASB pour orienter les normes IFRS dans un sens favorable à ses valeurs et à celles des États membres ;
- l'UE doit disposer du pouvoir d'approuver les normes comptables *ex ante*, avant qu'elles ne lui soient imposées par l'IASB ;
- l'UE doit financer une étude qui serait menée par des experts européens nommés par la Commission européenne et dont l'objet serait de définir un cadre comptable européen.

2/a.2 - Une communication extra-financière au soutien de l'entreprise responsable

Contrairement à ce que certains soutenaient, à savoir que l'information financière est complète et que le prix de marché reflète la valeur réelle de l'entreprise, c'est désormais un constat très largement partagé, l'information financière ne permet pas, à elle seule, de refléter la réalité de l'entreprise. L'information extra-financière permet de compléter son image et la perception qu'en a son entourage. Outre le fait qu'elle est essentielle pour mener à bien la transition

vers une économie durable, en associant la rentabilité à long terme à la justice sociale et à la protection de l'environnement, l'information extra-financière contribue à l'évaluation, au suivi et à la gestion des performances sociales, sociétales et environnementales des entreprises et de leurs incidences sur la société. L'Europe se doit d'instaurer un cadre normatif de l'information extra-financière qui lui soit propre et qui incarne ses valeurs.

2/a.2.1 - L'Europe, pionnière de la communication extra-financière

Consciente de l'importance, pour les entreprises, de communiquer des informations à propos des facteurs sociaux et environnementaux dans le but de recenser les risques en matière de durabilité et d'accroître la confiance des investisseurs et des consommateurs dans l'entreprise, l'UE adopte le 22 octobre 2014 la directive 2014/95/UE sur la communication extra-financière sous l'impulsion du Parlement européen³⁹. La directive commande

aux grandes entreprises d'établir une déclaration non financière comprenant des informations relatives aux questions d'environnement, aux questions sociales et de personnel, de respect des droits de l'homme et de lutte contre la corruption. Cette déclaration non financière doit également inclure des informations sur les procédures de diligence raisonnée mises en œuvre par l'entreprise, ainsi que, lorsque cela s'avère pertinent, en ce qui

³⁹ Extrait des résolutions du 6 février 2013 portant sur la "Responsabilité sociale des entreprises : comportement responsable et transparent des entreprises et croissance durable" et la "Responsabilité sociale des entreprises : promouvoir les intérêts de la société et ouvrir la voie à une reprise durable et inclusive".



concerne sa chaîne d'approvisionnement et de sous-traitance, afin d'identifier, de prévenir et d'atténuer les incidences négatives existantes et potentielles.

Selon la directive, les entreprises tenues d'établir une déclaration non financière peuvent s'appuyer, notamment, sur les cadres définis par des organisations internationales, tels que le Pacte mondial des Nations unies, les Principes directeurs relatifs aux entreprises et aux droits de l'homme des Nations Unies, les Principes directeurs de l'OCDE à l'intention des entreprises multinationales, la norme ISO 26000, la déclaration de principes tripartite sur les entreprises multinationales et la politique sociale de l'OIT, la *"Global Reporting Initiative"*, etc.

En juin 2017, la directive est complétée par des lignes directrices non contraignantes fixées par la Commission européenne afin d'aider les sociétés à communiquer des informations non financières en matière environnementale, sociale et de gouvernance de grande qualité, pertinentes, utiles, cohérentes et plus comparables, de manière à favoriser une croissance et des emplois solides et durables et à garantir la transparence aux parties prenantes. Elles définissent six principes fondamentaux pour une bonne information non financière :

1. significative,
2. fidèle, équilibrée et compréhensible,
3. complète, mais concise,
4. stratégique et prospective,
5. tournée vers les parties prenantes,
6. logique et cohérente.

Dans le prolongement de l'Accord de Paris de 2015, la publication des Objectifs de développement durable (ODD) par les Nations Unies et de celle

du Plan d'action pour une finance responsable de 2018, la Commission européenne publie en 2019 de nouvelles lignes directrices non contraignantes pour les entreprises, sur les informations non financières relatives au climat. Ces informations doivent indiquer les principaux risques que le changement climatique fait courir à l'évolution des affaires, aux performances et à la situation de l'entreprise et ceux susceptibles d'engendrer des incidences négatives sur le climat dues aux activités de l'entreprise.

Une des nouveautés introduites par ces lignes directrices réside dans le fait qu'elles précisent une deuxième acceptation de la notion de matérialité qui doit être envisagée sous un double aspect : financier d'une part, environnemental et social, d'autre part.

Enfin, dans son rapport final remis le 9 mars 2020 à la Commission européenne, le groupe d'experts techniques sur la finance durable (TEG) recommande aux entreprises employant plus de 500 salariés de communiquer sur la part "verte" ou en transition de leurs activités et de leurs investissements. Les obligations déclaratives qui seront mises à la charge des entreprises devraient substantiellement modifier la publication d'informations extra-financières. Actuellement, l'entreprise peut définir ses choix de communication extra-financière selon des modèles qui donnent la vision la plus positive possible de son activité. Demain, elle devra justifier la part de son chiffre d'affaires lié à la taxonomie verte mettant en évidence, par contraste, celle qui ne l'est pas. À terme, il sera très facile de quantifier la part de l'activité de l'entreprise exposée aux risques climatiques et aux autres vulnérabilités.



2/a.2.2 - Des critères extra-financiers définis par des organisations internationales

La marge de manœuvre laissée aux entreprises par la directive européenne relative aux informations extra-financières jugées pertinentes et utiles devant être communiquées a laissé de nombreuses sociétés dans l'incertitude. Certaines se sont tournées vers les organisations internationales, d'autres ont continué à utiliser une combinaison de référentiels promus par ces organisations, pour l'essentiel anglo-saxonnes, tantôt centrées sur les investisseurs, comme le *Sustainability Accounting Standards Board*, la *Task Force on Climate-related Financial Disclosures*, ou sur les entreprises, comme la *Global Reporting Initiative* (GRI) ou l'*International Integrated Reporting Council*. La plupart de ces normes continuent de rechercher une matérialité financière.

Les normes GRI

Ce sont celles qui sont les plus utilisées à travers le monde. Selon une enquête de l'AMF, 67 % des entreprises de l'échantillon font référence à la GRI⁴⁰. En 2018, le Global Compact des Nations unies et la GRI publient un guide pratique sur l'intégration des 17 Objectifs de développement durable fixés par les Nations Unies dans l'information financière afin d'aider les entreprises de toute taille à les prendre en considération dans la marche de leurs affaires.

2/a.2.3 - Des normes extra-financières européennes

La multiplicité des normes, une transposition inégale de la directive n° 2014/95/UE sur la communication extra-financière au sein de l'UE et des attentes de plus en plus fortes des parties prenantes qui demandent aux entreprises davantage de transparence et de comparabilité

Les Principles for Responsible Investments (PRI)

Cette organisation est soutenue par les Nations Unies et y adhèrent de façon volontaire les acteurs du secteur financier afin d'inciter les investisseurs à intégrer l'ESG au sens large dans la gestion de leurs portefeuilles. Les PRI permettent de tendre vers une généralisation de la prise en compte des aspects extra-financiers par l'ensemble des métiers financiers. Environ 2 380 acteurs du secteur financier ont adhéré à ce jour au PRI, représentant un montant d'actifs sous gestion égal à 86.3 trillions de dollars.

Le Corporate Reporting Dialogue

Afin de favoriser une convergence des normes extra-financières, cette initiative rassemble différentes organisations de communication extra-financière via le projet "*Better Alignment Project*". En sont membres le *Carbon Disclosure Project*, le *Climate Disclosure Standards Board*, le *Financial Accounting Standards Board*, la GRI et le *Sustainability Accounting Standards Board*.

plaident **pour une convergence des normes extra-financières**. Au-delà d'une convergence des normes, une harmonisation des méthodologies sous-jacentes aux indicateurs de performance extra-financière est nécessaire. L'entreprise doit être à même de répondre aux attentes d'une

40 Autorité des marchés financiers (AMF), "Rapport 2019 sur la responsabilité sociale, sociétale et environnementale des sociétés cotées", 2019.



population très disparate de parties prenantes comprenant investisseurs, actionnaires, acteurs financiers, salariés, consommateurs, etc.

La maîtrise de ces nouvelles normes comptables est essentielle, comme le prouve l'annonce, par l'UE, de la refonte de la directive sur le *reporting* extra-financier pour 2020, les pratiques des États membres étant jugées trop hétérogènes. Début 2020, le vice-Président exécutif de la Commission européenne, Valdis Dombrovskis, a annoncé son intention de créer un standard de reporting extra-financier pour les entreprises, qui viendrait compléter le plan européen pour la finance durable, en fournissant aux investisseurs des informations plus homogènes sur les entreprises. Cette annonce résulte du constat que les informations non financières présentées ne sont pas assez fiables, ni assez comparables, ni assez pertinentes pour les investisseurs et la société civile. C'est dans ce cadre que la Commission européenne a lancé une consultation afin d'évaluer l'utilisation et la légitimité des référentiels ainsi que leur réutilisation pour la création d'un standard européen, et recueillir les avis des parties prenantes. Tout en reconnaissant que la multiplicité des cadres et standards internationaux de reporting crée de la confusion pour les entreprises et les investisseurs, la Commission européenne a fixé une feuille de route claire de "ne pas réinventer la poudre".

À la suite de cette consultation, la Commission européenne a adopté, le 27 mai 2020, un programme de travail dans le but de proposer au Parlement européen de modifier la directive sur la communication extra-financière, au cours du

1^{er} trimestre 2021. Dans la foulée, elle a mandaté, le 25 juin, le Président de l'EFRAG afin qu'il constitue un groupe de travail dont la mission est de proposer des standards de reporting extra-financier qui permettront aux entreprises de communiquer sur leurs performances extra-financières selon un format harmonisé.

La France contribue de façon importante à ces réflexions. Le rapport remis en juin 2019 au Ministre des finances français par le Président de l'Autorité des normes comptables, Patrick de Cambourg, fait une série de propositions visant à normaliser et améliorer les référentiels ESG à caractère général, sectoriel et thématique. Comme le propose ce rapport, "l'Europe peut être la terre d'élection de l'information extra-financière"⁴¹.

L'Europe n'est pas la seule à souhaiter une normalisation des standards de reporting extra-financier. On observe en effet une évolution de l'approche américaine, qui prend ses distances avec la définition classique du devoir fiduciaire au seul bénéfice de l'actionnaire, vers un recentrage autour de la mission, de l'impact de l'entreprise sur l'ensemble de ses parties prenantes et de sa contribution à l'atteinte d'objectifs de bien commun tels que définis par les ODD de l'ONU. Ainsi, le rapport commandé par l'International Business Council de Davos, présidé par Brian Moynihan, PDG de Bank of America, et rédigé avec les quatre grands cabinets d'audit Deloitte, EY, KPMG et PwC sur la mesure de la performance ESG des entreprises et sur leur contribution à l'atteinte des objectifs de développement durable, entend aussi contribuer à une normalisation comptable internationale de l'extra-financier.

41 Rapport présenté au Ministre de l'Économie et des Finances, "Garantir la pertinence et la qualité de l'information extra-financière des entreprises : une ambition et un atout pour une Europe durable", Patrick de Cambourg, 2019.



Cette évolution rend l'affirmation d'un capitalisme européen de la responsabilité encore plus urgente. Cette affirmation serait susceptible de

constituer à la fois un élément d'identification citoyenne et un avantage concurrentiel.

Recommandation

Réviser la directive sur la communication extra-financière de 2014 pour imprimer la marque d'un capitalisme responsable européen.

Ce cadre unique pourrait être un compromis de plusieurs normes actuelles. Il devra permettre aux parties prenantes d'avoir une lecture aisée des performances extra-financières d'une entreprise. Deux idées fortes devront se dégager :

- une entreprise responsable n'est pas celle qui se contente de se protéger de divers risques mais celle qui contribue à la protection de la société et de son écosystème ;
- une entreprise responsable est celle qui, au-delà d'une politique ESG engagée, contribue à

créer, protéger et valoriser ses actifs immatériels. Il s'agit notamment du capital humain (la formation des collaborateurs, la pérennité de leur employabilité, la responsabilité éducative de l'entreprise, etc.) et du capital innovation.

L'Europe doit saisir cette opportunité d'instaurer un cadre normatif de l'information extra-financière qui lui soit propre et qui incarne ses valeurs. Il faut vivement souhaiter que les travaux menés en la matière par Patrick de Cambourg aboutissent et que la nouvelle directive extra-financière s'en inspire.

2/b - Investir de façon responsable

Afin de permettre un développement de l'investissement responsable avec une allocation adéquate des ressources financières par les marchés comme une juste conditionnalité des aides publiques, la notation est essentielle, tout comme l'alignement entre entreprise, gestionnaire, investisseur et épargnant. Cet alignement dépend de l'existence ou non d'une compréhension commune du capitalisme responsable et d'une métrique commune et lisible reprenant les valeurs auxquelles il correspond, à la fois dans le choix des indicateurs suivis, leur pondération et leur interprétation, permettant

d'allouer les ressources de façon responsable. Le point n'est pas nécessairement de créer une agence européenne. C'est une voie possible, mais il est difficile de parier sur son succès étant donné les échecs précédents et la constitution de cinq acteurs de référence dominant le marché – MSCI, Moody's, S&P, Fitch, Morningstar. Il faut en revanche identifier les valeurs propres à l'Europe susceptibles d'encourager le modèle capitaliste qu'elle souhaite.

Ces valeurs ne sont pas un choix idéologique ou moral. Elles reprennent les divers choix économiques et politiques faits par les nations



européennes et par l'Europe elle-même depuis plus de cinquante ans (elles-mêmes inscrites dans une continuité historique bien plus longue) :

- la solidarité, essentielle pour la stabilité et la sérénité de nos sociétés ;
- la liberté individuelle ;
- l'attention portée à nos territoires et nos savoir-faire, qui peuvent être des forces dans la compétition mondiale ;
- la contribution au bien-être (l'emploi, la socialisation, la disponibilité des services, etc.), explorée depuis les propositions de la Commission Stiglitz et l'objet d'analyses précises de l'OCDE ;
- la conscience du long terme et, aujourd'hui, de l'urgence climatique et de la préservation de la biodiversité, indissociables ;
- l'articulation entre entreprises, financiers, société et État, capable de répondre aux enjeux de biens communs essentiels de façon efficace, innovante et pragmatique (plusieurs modèles en la matière coexistent d'ailleurs en Europe).

Ces valeurs apparaissent aussi indissociables les unes des autres : il ne peut par exemple y avoir de réponse aux enjeux environnementaux sans réponse associée aux enjeux sociaux. Cette imbrication des valeurs requiert une justesse dans les réponses apportées, au sens où l'ensemble des parties prenantes la trouvera juste.

Cette approche par les valeurs est essentielle et propre à l'Europe. Elle est différente de l'approche anglo-saxonne, centrée sur les risques. Fondamentalement, l'approche par les risques

est valide mais restrictive. Elle reconnaît que la comptabilité et l'information financière classique fournies par les émetteurs ne permettent pas d'appréhender tous les risques, notamment les risques financiers indirects, juridiques ou d'image.

Si on prend l'exemple du climat, on identifiera ainsi comme risques extra-financiers :

- les risques physiques auxquels l'entreprise pourrait être confrontée à l'avenir (inondation d'installations, incendies, tempêtes, cyclones...)
- les "risques de transition carbone", en l'occurrence ceux de voir les pouvoirs publics accélérer la transition vers des économies moins carbonées et taxer les émissions de carbonés d'une manière ou d'une autre ;
- les risques de voir l'entreprise poursuivie devant la justice par des clients, des citoyens ou des ONG pour atteinte à leur santé ou au climat, ou encore le risque de voir son image ternie et donc sa capacité à vendre affectée.

Cette méthode se limite pour l'essentiel à l'identification de risques ; elle n'est pas faite pour évaluer les opportunités d'affaires associées aux grands enjeux de société. Surtout, elle se limite à l'identification de facteurs ayant une matérialité financière. C'est souvent cette matérialité qui détermine les facteurs extra-financiers sur lesquels émetteurs et investisseurs vont se concentrer, plutôt qu'une évaluation objective et a priori de leur importance pour un secteur, un territoire et pour un modèle économique donné. Si on reprend l'exemple du climat, l'ESG classique aura du mal à évaluer la contribution effective d'une entreprise à la mise en œuvre de l'Accord de Paris



et sa capacité à saisir les opportunités nouvelles (marchés associés à des nouveaux modes de consommation et technologies décarbonées par exemple). Ce double filtre – risques avec une matérialité financière – correspond aussi à un objectif : évaluer la performance de l'entreprise.

Or dans un monde en perpétuelle mutation, technologique comme sociétale, où la crise liée à l'épidémie de Covid-19 ne fait qu'amplifier cet état de fait, un investisseur de long terme, responsable, doit pouvoir évaluer la résilience de l'entreprise dans laquelle il investit. Cette résilience, c'est la capacité de l'entreprise à percevoir les mutations en cours, en évaluer les impacts sur son activité et sa place dans la société et s'adapter en conséquence. Elle ne peut être confondue avec la performance présente. Elle est en revanche un élément clé pour préserver la performance dans la durée.

Le capitalisme responsable ne peut se limiter à la matérialité et la performance financière. Certes, l'approche ESG par les risques ayant une matérialité financière, développée progressivement depuis 20 ans, a complété de façon très utile l'information comptable et financière et eu une influence très positive sur la stratégie de beaucoup d'entreprises

tout en permettant une meilleure allocation des ressources financières. Toutefois, pour identifier et soutenir un véritable capitalisme responsable et répondre aux attentes de nos sociétés, il faut également apprécier la contribution réelle des entreprises aux valeurs qui définissent ce capitalisme. L'ESG "classique", complément naturel à l'information comptable et financière ainsi qu'à l'analyse financière traditionnelle, doit être complété en ce sens. C'est un vecteur puissant d'affirmation pour l'Europe.

La grille d'analyse – c'est-à-dire les valeurs essentielles auxquelles l'ESG obéit, le système de notation qui en découle avec ses indicateurs, ses priorités et pondérations, ses interprétations – a une influence déterminante sur les décisions d'investissement, dans le cas d'une gestion active, sur le profilage des indices dans le cas d'une gestion passive, et sur les votes – voire les résolutions – en assemblée générale des émetteurs. Cet ensemble – notation, analyse, recommandations de vote – détermine donc largement les contours d'un capitalisme responsable et les ressources financières qui y seront affectées.

2/b.1 - Une approche poussée par les acteurs européens depuis plus de 20 ans

Ce sont les investisseurs institutionnels européens, particulièrement nordiques (fonds de pensions suédois et danois ou fonds souverain norvégien par exemple), mais aussi les investisseurs institutionnels et réseaux bancaires néerlandais, français, britanniques, allemands ou autrichiens notamment, qui ont exprimé depuis une vingtaine d'années des besoins de plus en plus exigeants et articulés en matière d'investissement responsable, essentiellement centrés autour des questions

éthiques et climatiques. Ils ont donc poussé au développement de solutions d'investissements responsables utilisant les techniques de l'exclusion d'un ou plusieurs secteurs d'activité et/ou du best in class (sélection des meilleurs et/ou exclusion des plus mal classés dans chacun des secteurs). Dans ce contexte, des agences de notation extra-financières européennes se sont développées, plus ou moins spécialisées sur leurs marchés nationaux.



De leur côté, les émetteurs ont été contraints par des obligations de *reporting* extra-financier croissantes, par exemple en France, la loi NRE de 2001, le Grenelle II de 2010, l'article 173 de la loi sur la transition énergétique et la croissance verte de 2015, la loi PACTE de 2019, ou en Europe avec la directive sur le *reporting* extra-financier de 2014. Les émetteurs ont aussi progressivement utilisé les notations des agences spécialisées comme indicateurs de performance, particulièrement lorsque ces agences ont élaboré des indices de meilleurs élèves en association avec les grandes places de marché. On mentionnera par exemple le *Dow Jones Sustainability Index* (créé dès 1999), alimenté par l'agence Robeco Sam, ou une série d'indices Vigeo-Eiris Euronext lancés ces dix dernières années. Les agences européennes n'ont cependant pas réussi à développer un marché de notations sollicitées par les émetteurs.

Les autorités nationales ainsi que certaines agences de notation ESG ont aussi cherché à créer et alimenter des labels d'ISR, avec un succès mitigé. Les investisseurs institutionnels ne les ont que peu utilisés. Ils rencontrent un nouveau succès, récent, poussé par le développement du marché des particuliers. Les autorités nationales et plusieurs associations de place défendent le passage obligé par des labellisations "officielles" pour pouvoir présenter des produits d'épargne comme responsables à la clientèle particulière. L'argument est la transparence et la protection de l'épargnant. La réalité est souvent plus proche de la protection du marché national par les acteurs locaux et dans tous les cas, il est difficile d'y voir le reflet de valeurs clairement identifiées susceptibles de développer et défendre un capitalisme responsable européen. Enfin, ils se développent jusqu'à présent sans aucune coordination européenne.

2/b.2 - Une reconfiguration en cours des acteurs et des pratiques ESG

Les émetteurs critiquent de plus en plus le manque de lisibilité des grilles de notation ESG actuellement suivies par les agences spécialisées, et une opacité totale sur les méthodes d'appréciation et les échelles de notation. Indicateurs et pondérations sont aussi de plus en plus instables dans le temps. Cette instabilité accroît la charge de travail pour les émetteurs lorsqu'ils répondent aux questionnaires d'évaluation. L'utilité de ces classements et notations pour les émetteurs est extrêmement réduite. Ils n'arrivent pas à en déduire des axes d'amélioration concrets pour leurs pratiques et leur stratégie.

De leur côté, les investisseurs et les réseaux de distribution bancaires souhaitent pouvoir

documenter l'impact de leurs investissements ou des choix d'épargne proposés à leurs clients. Les gestionnaires d'actifs sont donc soumis à des demandes de *reporting* croissantes et doivent fournir des éléments précis et lisibles sur l'impact des choix d'investissements faits. Il est important de noter ce déplacement progressif du marché vers une volonté de mesurer un impact (sur la valeur, la performance, des objectifs de bien commun, etc.) plutôt que la conformité à des bonnes pratiques. Force est de constater le déficit de cohérence et de pertinence de la donnée extra-financière. Robustesse, comparabilité, matérialité financière, matérialité d'impact sont des éléments essentiels que les agences ont du mal à fournir. Les différences



dans la collecte, l'identification d'indicateurs, leur priorisation, leur interprétation, l'hétérogénéité des données rassemblées, leur nombre, etc. rendent au contraire les notes ESG globales peu signifiantes, voire trompeuses car pouvant masquer des divergences de performances sur un ou plusieurs critères. Enfin, les agences refusent souvent de partager les données primaires à partir desquelles elles produisent leurs notes, ce qui accroît l'effet "boîte noire" et gêne la tâche des investisseurs.

L'enjeu climatique a incontestablement structuré et accéléré l'évolution du marché ESG ces cinq dernières années. La COP21 et l'Accord de Paris de 2015 ont déclenché une mobilisation des entreprises et des investisseurs sans précédent, des incitations à un *reporting* démontrant la contribution des entreprises aux scénarii 2°C ou 1,5°C (recommandations de la TCFD). Des acteurs spécialisés se sont développés, comme le *Carbon Disclosure Project* (CDP) pour la production de données sur les empreintes carbone. La crise liée à l'épidémie de Covid-19 aura aussi sans nul doute pour conséquence de revaloriser le pilier social. Difficile de dire si cela se fera au détriment des engagements climat ou en complément, mais il paraît clair que les critères d'inclusion sociale ou de protection sociale verront leurs pondérations réévaluées dans les grilles de notation ESG.

2/b.3 - Un marché et des enjeux commerciaux et financiers importants

Le marché européen est aujourd'hui beaucoup plus mature, la pression réglementaire est forte et construite, tant aux plans nationaux qu'euro-péen.

De part et d'autre de l'Atlantique, la notion de raison d'être, de *purpose*, s'impose également. Elle est totalement en ligne avec un glissement d'un ESG de conformité vers un ESG d'impact. Ce glissement s'exprime notamment dans la déclaration de la *Business Roundtable* américaine (regroupant les dirigeants des plus grandes entreprises américaines) d'août 2019 sur un capitalisme des parties prenantes et le rôle de l'entreprise dans la société. Pour la première fois, celle-ci envisage clairement un élargissement du devoir fiduciaire au-delà du seul actionnaire et l'importance de la mission (*purpose*) de l'entreprise. En Europe, la loi française PACTE de 2019 marque une étape majeure, avec la modification du Code civil et du Code de commerce, pour faire apparaître la prise en considération des enjeux sociaux et environnementaux de l'activité d'une société, ainsi que la possibilité d'inscrire une raison d'être dans ses statuts, et la création des sociétés à mission. On peut néanmoins souligner qu'historiquement, la notion de *purpose* aux États-Unis est davantage juridique et défensive, avec pour objet de protéger la mission d'une entreprise à l'actionnariat fragile et/ou dispersé, quand la notion de raison d'être en France est plus offensive, pour affirmer une ambition stratégique de l'entreprise et la façon dont elle se relie à la société ou aux sociétés dans lesquelles elle agit. Le statut d'entreprise à mission est désormais possible en France, mais les voies ouvertes par la loi PACTE pour que n'importe quelle entreprise puisse adopter une raison d'être sont beaucoup plus riches.

Ces évolutions sont d'ailleurs suivies de près par le monde entier car perçues comme ayant un impact potentiel important sur les émetteurs



et les investisseurs des autres continents. Les acteurs américains ont compris l'importance de ce marché et veulent le maîtriser. Le contrôle des acteurs de la notation et de l'analyse ESG permet de contrôler les normes en cours de cristallisation et les modèles économiques et capitalistiques les plus en accord avec l'écosystème américain.

On assiste depuis quatre ans, avec une accélération manifeste ces deux dernières années, à une consolidation du marché de la notation extra-financière sous pavillons anglo-saxons, surtout américain. Les agences de notation crédit développent toutes des expertises ESG : Moody's a racheté Vigéo-Eiris en 2019 ; S&P a racheté les activités ESG de RobecoSAM fin 2019 ; ils avaient déjà racheté le britannique Trucost en 2016. D'autres acteurs de la notation financière ou de la fabrication d'indices ont aussi racheté des expertises européennes : Morningstar a acquis 40 % du néerlandais Sustainalytics en 2017 puis la totalité en 2020 ; l'agence de notation extra-financière américaine ISS a racheté le suédois Ethix, puis le Suisse South Pole et l'allemand Oekom en 2018, le *London Stock Exchange* a aussi racheté le français *Beyond Ratings* en 2019, pour développer sa stratégie de fabrication d'indices ESG. Ces acteurs, ainsi que l'agence ESG historique la plus

importante, l'américaine MSCI, consolident donc le marché de l'analyse et de la recommandation d'investissement ESG. On estime aujourd'hui que les cinq acteurs les plus importants contrôlent 55 % du marché de la notation extra-financière.

Les indices ESG sont aussi importants à deux titres : ils vont orienter les investissements réalisés en gestion passive (les plus importants et les plus dynamiques aujourd'hui) et sont aussi suivis de près par les émetteurs (à la fois importants pour leurs conditions de financement et constituant des éléments de preuves de leur performance RSE faciles à communiquer et mettre en avant).

Par ailleurs, l'analyse et la notation extra-financières utilisent des informations beaucoup plus stratégiques sur l'entreprise que les résultats comptables et financiers. Ces données sont souvent non publiques, contiennent des éléments clés sur les modèles économiques suivis et sur les orientations stratégiques et commerciales. Il n'est pas anodin de transmettre ces données à des acteurs soumis à la législation et aux autorités américaines. Cette situation paraîtrait d'autant plus paradoxale qu'à date ce sont bien les entreprises européennes qui mènent la dynamique extra-financière.

2/b.4 - La question des proxys et recommandations de vote

Au-delà de l'analyse ESG, il faut aussi considérer les recommandations de vote en assemblée générale, susceptibles d'avoir une influence majeure sur les liens entre investisseur et émetteur. Cette question est d'autant plus importante que la responsabilité des investisseurs est bien d'exercer leurs droits de vote en assemblée générale

et de participer pleinement à la démocratie actionnariale.

Historiquement centrées sur les questions de gouvernance traditionnellement à l'ordre du jour des assemblées générales, les agences spécialisées se résument aujourd'hui quasiment à deux acteurs



américains : *Institutional Shareholder Services* (ISS) et Glass Lewis, contrôlant plus de 95 % du marché (avec une répartition de l'ordre de 70/30 entre les deux). ISS est ainsi de loin la première agence au monde, émettant des conseils de vote pour plus de 40 000 assemblées générales par an. Il n'existe pas d'acteur en mesure de les concurrencer. Seuls quelques petits acteurs, souvent régionaux voire nationaux, subsistent. Contrairement à Glass Lewis, qui se concentre sur l'analyse et le conseil en vote, ISS a également créé une forte barrière à l'entrée

par le contrôle de l'exécution des votes, au-delà de l'analyse et des recommandations. Les schémas d'exécution des votes sont complexes, avec une chaîne d'acteurs et des contrats passés avec l'ensemble des différentes places de marché. La seule alternative, également anglo-saxonne mais ne faisant que l'exécution du vote et ne vendant aucun conseil, est Broadridge. D'autres acteurs existent, mais de taille très modeste, souvent concentrés sur un territoire et/ou une catégorie d'émetteurs.

2/b.5 - Recommandations

L'alignement en faveur d'un capitalisme de responsabilité, promouvant l'entreprise contributive soutenue par des investisseurs de long terme, suppose une notation ESG lisible, priorisée, mesurant les impacts, les trajectoires suivies, plutôt que la conformité à une batterie d'indicateurs statiques et disparates. Pour être efficace et incitatif auprès des entreprises, le système de notation ESG doit être explicite. Il doit facilement amener à des axes d'amélioration. Il doit aussi clairement évaluer la façon dont l'entreprise se situe vis-à-vis de la société, au-delà de ses parties prenantes directes, et la façon dont elle solidarise ses parties prenantes. La crise sanitaire, sociale et économique liée à l'épidémie de Covid-19 montre à quel point ces éléments sont centraux dans l'appréciation de la résilience de l'émetteur.

L'Europe doit reprendre la main sur le pilotage de l'information extra-financière demandée aux émetteurs et utilisée par les investisseurs et les financeurs. Cette reprise en main devrait se faire par la validation d'un corpus de règles et thématiques, voire d'indicateurs, et la supervision des agences de notation extra-financières et de conseil en vote.

Plusieurs propositions peuvent être faites. Elles sont de deux ordres : quelles valeurs essentielles l'Europe doit promouvoir et autour desquelles elle puisse se retrouver d'une part ; comment s'organiser pour permettre la mise en œuvre de ces valeurs et une promotion efficace du capitalisme responsable d'autre part.



2/b.6 - Quelles valeurs ?

Recommandation

Identifier des thématiques essentielles de l'ESG, correspondant aux valeurs essentielles de l'UE, avant de choisir les indicateurs, à savoir :

- solidarité ;
- liberté individuelle ;
- diversité territoriale et culturelle ;
- contribution au bien-être (emploi, socialisation, disponibilité des services essentiels...)
- préservation du climat et de la biodiversité ;
- coopération entre entreprises, sociétés et États autour des biens communs fondamentaux (cette coopération peut être mesurée à l'aune des "raisons d'être" des entreprises, qui devraient être encouragées) ;
- rôle des syndicats ;
- innovation ;
- contribution aux transitions ;
- justesse et sens du compromis dans les réponses apportées.

Sur la base de ces valeurs cardinales, l'UE devrait créer et financer un groupe de travail chargé de définir les valeurs européennes et de proposer leur traduction en quelques indicateurs ESG d'ici la fin de l'année.

Quelques exemples ci-dessous sur la façon d'apprécier l'alignement des entreprises sur certaines de ces valeurs :

• Étendre l'impératif d'équité sociale à l'ensemble de la chaîne de valeur

Pour mesurer la contribution à la lutte contre les inégalités salariales, on peut généraliser le marqueur de la rémunération des dirigeants avec la publication du ratio d'équité, les conditions d'accès à l'emploi, avec notamment la diversité des profils recrutés et les politiques de formation des salariés,

les modalités de partage des responsabilités, de partage de la valeur créée. Il ne s'agit pas d'éliminer les inégalités mais de s'assurer qu'elles restent équitables et dans des limites acceptables par les différentes parties prenantes. L'impératif d'équité sociale doit être étendu à l'ensemble de la chaîne de valeur. La bonne gouvernance peut être davantage considérée comme un moyen de mieux atteindre les objectifs liés aux deux autres piliers de l'ESG.

• Utiliser l'ESG comme mesure de la contribution de l'entreprise à l'évolution de son écosystème, par une gouvernance adaptée

L'ESG a été historiquement conçu comme une métrique permettant d'identifier des risques ayant un impact direct ou indirect sur la performance financière de l'entreprise. Nous pensons qu'il faut



au contraire, pour soutenir les entreprises réellement responsables, opérer un renversement de logique : ne plus simplement identifier les risques et essayer de limiter les impacts négatifs, mais mesurer la contribution réelle de l'entreprise à l'atteinte des objectifs de l'ensemble de ses parties prenantes, tout en préservant la nature. Plutôt que mesurer l'effet des engagements extra-financiers sur la performance financière de l'entreprise, il s'agit d'apprécier la capacité de résilience de cette dernière. Le niveau des contributions positives de l'entreprise ainsi que la gouvernance mise en place pour les maximiser, les mutualiser entre ses différentes parties prenantes et les mettre en cohérence avec les attentes de la société déterminent son niveau de résilience. C'est bien cette capacité d'adaptation et de résistance

dans la durée que les investisseurs de long terme doivent pouvoir apprécier.

- **Généraliser la démarche de définition d'une "raison d'être" et en apprécier la qualité dans les grilles d'analyse ESG**

La "raison d'être", telle que définie dans la loi française PACTE du 22 mai 2019, est le moyen par lequel l'entreprise peut cristalliser ses engagements stratégiques vis-à-vis de ses parties prenantes et de la société en général. La résilience de l'entreprise peut ainsi être mesurée à l'aune de la qualité de sa raison d'être, entendue au sens de son mode d'élaboration, de sa gouvernance, de sa mise en œuvre et de son impact.

Quelques indicateurs clés permettent d'en apprécier la qualité, sans s'immiscer dans les choix stratégiques de l'entreprise :

- participation, aux côtés de la direction générale, du management et des salariés à son élaboration ;
- implication du Conseil d'administration ;
- consultation des autres parties prenantes ;
- transparence ;
- présence ou non dans les statuts ;
- traduction en objectifs chiffrés, en renoncements d'activités ou de pratiques pour l'entreprise ;
- etc.

- **Inscrire la notion de transition au cœur de l'ESG**

L'impact des investisseurs sur le développement d'une économie responsable sera d'autant plus fort qu'ils pourront accompagner les entreprises elles-mêmes en transition. Certaines sont évidentes et urgentes, comme la transition vers une économie bas carbone, mais les sociétés et les économies actuelles sont en transition permanente, sous l'effet de la numérisation et de la mondialisation. Cela ne

peut se faire en se contentant d'affecter les ressources disponibles aux meilleurs de la classe en ESG, mais en identifiant ceux qui changent, et qui vont donc avoir un impact marginal sur l'économie et la société beaucoup plus important. Cette notion de transition et d'acteurs de la transition doit se retrouver au cœur de la nouvelle métrique ESG. On notera d'ailleurs qu'elle est partiellement présente dans la nouvelle taxonomie verte européenne, avec les notions de *Transition activities* et *Enabling activities*.



2/b.7 - Quels moyens ?

Recommandation

Conditionner toute aide nationale ou européenne à des exigences ESG assises sur une taxonomie à la fois verte et sociale.

Il paraît indispensable de réserver toute ressource publique à des acteurs responsables. L'orientation est déjà plus ou moins prise en matière climatique, par exemple avec le *Green Deal* européen. Cette orientation doit désormais prendre en compte les enjeux sociaux. Le groupe lancé en mai 2020 par la Commission européenne sur le *Green Deal* européen et présidé par Thomas Buberl pourrait définir la liste de ces conditionnalités et leur

champ d'application (en allant au-delà de la seule conditionnalité verte).

Le plan de relance proposé par la Commission européenne et adopté par le Conseil en juillet 2020 fait d'ailleurs explicitement référence aux impératifs sociaux et à la notion de résilience économique et sociale.

Recommandation

Réformer l'EFRAG pour qu'elle intègre une vision européenne de l'ESG, conforme aux enjeux et aux valeurs de l'Union européenne.

Le *European Financial Reporting Advisory Group* (EFRAG), créé en 2001 pour porter la voix européenne dans l'élaboration des normes comptables internationales et pour conseiller la Commission européenne dans l'adoption et la mise en œuvre des dites normes, pourrait voir son mandat élargi à l'extra-financier. Une initiative technique en ce sens a déjà été menée en 2019 sur le *reporting* climatique et les propositions de la TCFD, au sein du *European Lab Project Task Force on Climate Related Reporting*, créé pour l'occasion par l'EFRAG. La mission demandée au Président de l'EFRAG par le vice-Président exécutif de la Commission, Valdis Dombrovskis, en juillet 2020, explicite le besoin de réfléchir à un potentiel référentiel extra-financier

européen et à une réforme de l'EFRAG pour lui permettre, le cas échéant, d'assumer dans le temps une responsabilité dans ce domaine. Pour être opérant, ces nouveaux mandats devraient s'accompagner d'un renforcement des compétences des membres de l'EFRAG sur l'ESG et d'un positionnement plus politique et moins technique, plus offensif et moins passif, de l'institution. Cette politisation du rôle de l'EFRAG implique sans doute une modification de la composition de son Conseil et de son *Technical Expert Group*. La composition de son Assemblée générale pourrait aussi être complétée avec des institutions et/ou représentants liés aux enjeux ESG. Enfin, il serait utile que l'EFRAG puisse être auditionné par le Conseil de l'UE et par le Parlement européen.



Recommandation

Établir un code de conduite pour les agences de notation extra-financière. Une démarche analogue devrait s'appliquer aux agences en conseil de vote.

La supervision des agences de notation extra-financière et des proxys, autour de ce code de conduite, pourrait être assumée par les autorités européennes actuelles régulant déjà les marchés et les acteurs financiers.

Le code de conduite pourrait être établi notamment autour des critères suivants :

- transparence ;
- permanence ;
- qualification des analystes ;
- répartition géographique des analystes et proximité des émetteurs ;
- prévention des conflits d'intérêts ;
- mise à disposition des données primaires ;
- protection de l'information transmise par les émetteurs ;
- etc.

S'agissant de contributeurs ayant un impact sur le fonctionnement des marchés et la protection des investisseurs, il serait naturel que les agences extra-financières et les proxys soient régulés par la *European Securities and Markets Authority* (ESMA).

Par ailleurs, afin d'avoir une réelle portée internationale, la seule à même d'être efficace, les valeurs ESG fondamentales défendues par l'Europe et la réflexion sur l'évolution des grilles ESG devraient être partagées avec d'autres

institutions internationales. Le groupement *Impact Management Project* ainsi que l'OCDE pourraient être des enceintes appropriées, mêlant déjà institutions privées et publiques, expertises financières et extra-financières.

Il conviendrait également de susciter le développement d'un acteur européen indépendant de conseil en vote, avec une taille critique suffisante pour représenter une alternative au duopole actuel.



CHAPITRE ③

Un cadre juridique pour une entreprise responsable

La responsabilité est au cœur de la stratégie de l'entreprise. Ne pas en avoir en conscience risque de la priver de financements attractifs, d'affecter sa valeur boursière et de susciter l'intervention de fonds activistes considérant qu'une politique ESG dynamique serait créatrice de valeur.

Fait nouveau, les États demandent aux entreprises, qui sollicitent une aide pour faire face à la crise liée à l'épidémie de Covid-19, d'être responsables. Les États membres de l'Union européenne peuvent soutenir leurs entreprises sans contrevenir à la réglementation des "aides d'État" si lesdites aides sont utilisées notamment pour contribuer à la réalisation d'objectifs climatiques⁴². La France commande aux sociétés dont elle détient une participation d'intégrer "pleinement et de manière exemplaire les objectifs de responsabilité sociale, sociétale et environnementale dans leur environnement, notamment en matière de lutte contre le changement climatique"⁴³.

La responsabilité de l'entreprise est également au cœur de notre vie quotidienne. Elle influe notre choix de consommateur, conditionne la décision d'un jeune diplômé de rejoindre une entreprise, agit sur son engagement envers cette dernière, etc.

L'Europe a très tôt pris conscience de l'importance du rôle de l'entreprise dans la société. Elle s'attelle depuis de nombreuses années à définir la responsabilité de l'entreprise. Dès 1993, Jacques Delors (alors Président de la Commission européenne) demandait aux entreprises européennes de prendre part à la lutte contre l'exclusion sociale, appel qui s'est traduit par une forte mobilisation et le développement de

réseaux européens d'entreprises. En mars 2000, le Conseil européen de Lisbonne a fait spécialement appel au sens des responsabilités des entreprises dans le domaine social pour déployer des bonnes pratiques en matière d'éducation et de formation tout au long de la vie, d'organisation du travail, d'égalité des chances, d'insertion sociale et de développement durable.

En 2001, la Commission européenne publie son Livre Vert "Promouvoir un cadre européen pour la responsabilité sociale de l'entreprise" puis, prenant appui sur les travaux de l'Alliance européenne pour la RSE, elle modifie en 2011 sa conception de la responsabilité sociale de l'entreprise dans le but "de réaffirmer l'influence de l'Union européenne au niveau mondial dans ce domaine, en lui donnant la possibilité de défendre plus efficacement ses intérêts et ses valeurs dans les relations qu'elle entretient avec les autres régions et pays"⁴⁴. Il s'agit d'apprécier la responsabilité sociale de l'entreprise "vis-à-vis des effets qu'elle exerce sur la société" (en matière sociale, environnementale, éthique, de droits de l'Homme et de consommateurs). Les entreprises sont ainsi encouragées à "adopter vis-à-vis de la responsabilité sociale de l'entreprise une approche stratégique à long terme, et à explorer les possibilités de concevoir des produits, des services et des modèles d'entreprise innovants qui contribuent au bien-être" et incitées "à faire preuve de diligence raisonnable en fonction des risques, y compris dans leurs chaînes d'approvisionnement" afin de recenser, prévenir et atténuer les effets négatifs potentiels qu'elles pourraient engendrer.

En affirmant qu'une entreprise responsable contribue à la création d'un bénéfice réciproque

42 Commission européenne, "communiqué de presse au sujet des aides d'État", 8 mai 2020.

43 Article 22 Loi n° 2020-473 du 25 avril 2020 de finances rectificative pour 2020.

44 Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions, 7 novembre 2012.



pour ses actionnaires, ses autres parties prenantes et l'ensemble de la Société, la Commission s'approprie le concept de création de valeur partagée promu par Michael Porter et Marc Kramer. Elle se démarque de Milton Friedman pour qui la responsabilité de l'entreprise doit, avant tout, être sa capacité à créer de la richesse au profit de ses actionnaires.

Consciente qu'une entreprise responsable doit s'appuyer sur un actionariat de long terme, la Commission européenne adopte en 2012 le "Plan d'action sur le droit européen des sociétés et la gouvernance d'entreprise" qui propose "un cadre juridique moderne pour une plus grande implication des actionnaires et une meilleure viabilité des entreprises". Puis en avril 2017 est approuvée la directive "Droit des actionnaires II" (Shareholders' Rights Directive 2 ou SRD 2) qui encourage les actionnaires à investir sur le long terme, renforce la transparence entre investisseurs et émetteurs et facilite l'exercice des droits des actionnaires.

Depuis une dizaine d'années, l'Europe demande aux entreprises d'aller au-delà d'un comportement responsable. Elles doivent s'engager pour relever les défis engendrés par le changement climatique et faire en sorte que soient atteints d'ici 2030 les 17 Objectifs de Développement Durable fixés par les Nations Unies. Faisant écho au discours de Jean-Claude Juncker sur l'état de l'Union de 2017, pour qui l'Europe doit devenir la destination privilégiée des investissements durables et être à l'avant-garde de la lutte contre le changement climatique, la Commission européenne présente le 8 mars 2018 son Plan d'action pour une finance durable considérant que "le système financier peut faire partie de la solution vers une économie plus verte et plus durable".

S'ensuit la mise en place d'une taxonomie des activités économiques durables qui propose un système de classification des actifs, créant ainsi un langage commun capable d'orienter les prises de décision en matière de durabilité. Une activité est considérée comme durable si (i) elle contribue à au moins l'un des six objectifs environnementaux fixés par la Commission européenne⁴⁵, (ii) ne cause pas de préjudices significatifs à l'un de ces six objectifs environnementaux et (iii) est exercée dans le respect de normes minimales en matière sociale et de gouvernance. Le 18 décembre 2019, la Commission européenne, le Conseil et le Parlement européen se sont mis d'accord sur la réglementation applicable, institutionnalisant l'exigence et les principes de la taxonomie.

Point d'orgue de l'engagement de l'Europe en faveur du climat, le Green Deal (Pacte Vert pour l'Europe) est publié le 11 décembre 2019. Il décline trois objectifs principaux : promouvoir l'utilisation efficace des ressources en passant à une économie propre et circulaire, restaurer la biodiversité et réduire la pollution.

Une entreprise responsable soutient et applique un ensemble de valeurs fondamentales, notamment dans les domaines des droits de l'Homme, des normes de travail, de l'environnement, de lutte contre la corruption, etc. Mais l'Europe commande à l'entreprise européenne d'aller au-delà. Elle doit partager la valeur créée avec d'autres parties prenantes que ses actionnaires et investisseurs, apporter des solutions contribuant à lutter contre le changement climatique et faire en sorte que soient atteints d'ici 2030 les 17 ODD.

45 1) Atténuation du changement climatique, 2) adaptation du changement climatique, 3) utilisation durable des ressources aquatiques, 4) transition vers une économie circulaire, 5) prévention et contrôle de la pollution et 6) protection et restauration de la biodiversité et des écosystèmes.



L'Europe se doit d'accompagner et protéger l'entreprise pour qu'elle soit à la fois responsable, exemplaire, engagée et attractive, qu'elle trouve un juste équilibre entre son intérêt social (pris en considération des enjeux sociaux et environnementaux de ses activités et l'intérêt de ses actionnaires), qu'elle trouve également un

juste équilibre entre son intérêt propre et l'intérêt commun. Afin de pallier le principal handicap des Européens, qui tient à la faiblesse de l'actionariat européen dans le financement des entreprises européennes, ces dernières doivent disposer d'un cadre juridique et réglementaire leur permettant de se comporter comme des acteurs responsables.

3/a - Un cadre juridique harmonisé

L'entreprise européenne doit être gérée, dans son intérêt social, en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité et l'Europe doit inciter toute entreprise européenne à se doter d'une raison d'être.

- Être gérée dans son intérêt social permet à l'entreprise de préserver son intérêt fondamental comme personne morale, indépendamment de l'intérêt des associés. L'entreprise peut ainsi justifier de son intérêt propre, supérieur ou autonome, d'un intérêt distinct de celui de ses actionnaires, de l'intérêt de toutes les parties prenantes, de l'intérêt général au service du bien commun, etc.

- Être gérée en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité conduit l'entreprise à mesurer les conséquences sociales et environnementales de ses décisions. L'entreprise est incitée à examiner, dans l'accomplissement de son objet social, l'impact social et environnemental de son activité et le cas échéant à mettre en balance celui-ci avec les autres intérêts dont elle a la charge. Tout dirigeant doit ainsi s'être donné les moyens de considérer en amont les enjeux sociaux et environnementaux de l'activité exercée.

L'Europe, terreau d'un capitalisme responsable doit s'inspirer de la France, État pionnier pour avoir défini le cadre juridique d'une entreprise responsable (loi PACTE).

3/a.1 - L'Europe, terreau d'un capitalisme responsable

Au sein de l'Europe continentale, les cultures juridiques sont fondées sur le système romano-germanique qui connaît trois variantes :

- le droit civil français dont s'inspirent l'Italie, la Belgique, la Roumanie, l'Espagne, et le Luxembourg ;
- le droit civil allemand présent en Suisse, Autriche, Estonie, Lettonie, Croatie, Slovaquie, Grèce, Bulgarie, et la République tchèque ;

- le droit civil scandinave (Danemark, Norvège, Suède et Finlande).

Deux vagues d'évolutions législatives ont traversé l'Europe au début du XXI^e siècle. Elles proviennent de secteurs économiques différents, d'une part celui de l'économie dite sociale et de l'autre celui de l'économie capitaliste, mais aspirent à la même finalité, à savoir la reconnaissance et le développement de l'entreprise hybride.



Le foisonnement de nouveaux statuts hybrides d'entreprises en Europe s'enracine dans une longue tradition. Dès la fin du XVIII^e siècle et surtout au XIX^e siècle, l'Europe a été le terreau de l'économie sociale, dont le modèle mutualiste et coopératif reste aujourd'hui très largement répandu, notamment en Europe du Sud. Des premières coopératives ouvrières en Italie ou en Espagne aux mutuelles françaises, une multitude de structures économiques, que l'on pourrait qualifier d'entreprises à mission, ont vu le jour avant l'heure.

3/a.2 - Des innovations juridiques en provenance des États-Unis

L'Europe, pionnière pour avoir posé le cadre juridique d'une entreprise responsable et engagée, doit prendre garde que ne s'imposent pas des modèles innovants au service de l'engagement sociétal des entreprises développés par certains États des États-Unis. Plusieurs lois désignées sous le terme de *Constituency Statutes* ont été adoptées dans les années 1980 dans le but de promouvoir les décisions de long terme bénéfiques à l'ensemble des parties prenantes de l'entreprise. Ces lois permettaient aux dirigeants et administrateurs de prendre en compte plusieurs facteurs extra-financiers dans leurs décisions de gestion. Face aux nombreuses critiques cristallisées par la faiblesse de leurs effets juridiques, le gouverneur Schwarzenegger a, en 2008, mis son veto à l'introduction des *Constituency Statutes* en Californie limitant son développement, même si ces statuts continuent d'être adoptés par des entreprises d'autres États des États-Unis. C'est à cette époque que, sous l'impulsion des fondateurs de B-Lab, naissent les **Benefit Corporations (B-Corp)**, forme juridique dédiée aux entreprises qui souhaitent poursuivre des

Depuis le début des années 1990, fleurissent en Europe des structures hybrides telles que les coopératives sociales en Italie ou les sociétés à finalité sociale en Belgique. Dans certains pays, le législateur a voulu aller plus loin, et établir un cadre juridique permettant de définir et distinguer les entreprises sociales. C'est la *Community Interest Company* au Royaume-Uni, l'entreprise sociale *ex lege* en Italie en 2006 ou encore l'entreprise sociale de l'Économie Sociale et Solidaire, et l'Entreprise Solidaire d'Utilité sociale en France.

objectifs sociaux et environnementaux sans que cela ne mette leurs dirigeants en contradiction avec leurs obligations fiduciaires envers les apporteurs de capitaux.

L'intention de la communauté B-Corp est de "*faire évoluer le capitalisme*" et repenser le rôle de l'entreprise dans la société. Forte du constat que les défis auxquels nos sociétés sont confrontées ne peuvent être résolus uniquement par les États et les organisations non-lucratives, la communauté B-Corp s'est engagée à ce que l'entreprise contribue à relever ces défis et mette ses performances au service de l'intérêt général. L'entreprise doit en conséquence disposer d'un cadre juridique lui permettant d'assumer le rôle que la société lui assigne afin de réduire les inégalités et la pauvreté, préserver l'environnement, rendre les communautés plus résilientes et créer des emplois de meilleure qualité. Le slogan de la communauté B-Corp est "*ne pas chercher à être la meilleure entreprise du monde, mais à être la meilleure pour le monde*". À ce jour, de très nombreuses entreprises européennes sont labellisées B-Corp, dont plus d'une centaine en France.



3/a.3 - La France, État pionnier au sein de l'Union européenne

S'appuyant sur les conclusions du rapport Senard Notat⁴⁶, le législateur a adopté, dans le cadre de la loi PACTE, plusieurs dispositions répondant à son souhait de *“repenser la place des entreprises dans la société”* et s'inscrivant dans le prolongement de la volonté du Président de la République qui a dénoncé un *“capitalisme ultralibéral et financier, trop souvent guidé par le court terme”*. Les auteurs de ce rapport relevaient que l'économie européenne, qui s'est *“illustrée par un caractère social et responsable”*, se trouve désormais opposée dans *“un contexte de financiarisation de l'économie et de court-termisme de certains investisseurs”*, au *“capitalisme anglo-saxon, désintermédié et financiarisé, qui donne une place plus centrale au rôle du marché”*.

L'une des mesures les plus emblématiques de la loi PACTE est la modification de l'article 1833 du Code civil qui dispose désormais que toute société, qu'elle soit civile ou commerciale, doit être gérée dans son intérêt social, en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité. La loi PACTE complète le premier paragraphe de l'article 1833 du Code civil qui précise que *“toute société doit avoir un objet licite et être constituée dans l'intérêt commun des associés”*.

La nouvelle rédaction de l'article 1833 du Code civil consacre pour la première fois un aspect fondamental de la gestion des entreprises, le fait que celles-ci ne sont pas gérées dans l'intérêt de personnes particulières, mais dans leur intérêt autonome et dans la poursuite de fins qui lui

sont propres. Elle permet de préserver l'intérêt fondamental de l'entreprise considérée comme personne morale, indépendamment de l'intérêt des associés.

Est par ailleurs associé à la reconnaissance de la notion d'intérêt social, le principe d'une *“prise en considération des enjeux sociaux et environnementaux”* de l'activité exercée par une société, le terme *“social et environnemental”* devant être entendu comme le plus large possible. Cet ajout à l'article 1833 du Code civil permet *“de préciser que tout dirigeant devrait s'interroger sur ces enjeux et les considérer avec attention, dans l'intérêt de la société, à l'occasion de ses décisions de gestion. Si l'intérêt social correspond à l'horizon de gestion d'un dirigeant, la considération de ces enjeux apparaît comme des moyens lui permettant d'estimer les conséquences sociales et environnementales de ses décisions. En d'autres termes, cet ajout indique qu'une décision de gestion, pour ne pas être contraire à l'intérêt social, doit s'être donnée les moyens de considérer en amont les enjeux sociaux et environnementaux de l'activité sociale. Cette obligation de moyens ne présage pas de l'orientation ou du contenu de la décision de gestion. Elle n'est qu'une étape impérative de la réflexion menée”*⁴⁷.

L'UE doit s'inspirer de la législation française qui permet de préserver les intérêts de long terme des entreprises, la volonté de rétablir une relation équilibrée entre les actionnaires et la gouvernance statutaire de l'entreprise, la recherche d'une plus grande confiance entre les entreprises et les citoyens et la promotion d'un capitalisme responsable. Elle doit consacrer le principe selon

⁴⁶ Rapport remis aux Ministres de la Transition écologique et solidaire, de la Justice, de l'Économie et des Finances et du Travail, *“L'entreprise, objet d'intérêt collectif”*, Nicole Notat et Jean-Dominique Senard, 2018.

⁴⁷ Conseil d'État, *“Étude d'impact du projet de loi relatif à la croissance et la transformation des entreprises”*, 18 juin 2018.



lequel l'entreprise est gérée, dans son intérêt social, en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité, ces

enjeux devant être appréciés de la façon la plus large possible.

3/b - L'Europe doit inciter l'entreprise européenne à se doter d'une raison d'être

La loi PACTE a également consacré le concept de "raison d'être" qui "vise à rapprocher les chefs d'entreprise et les entreprises avec leur environnement de long terme. La raison d'être peut ainsi avoir un usage stratégique, en fournissant un cadre pour les décisions les plus importantes. (...) Ce projet d'article incite ainsi, sous la forme d'un effet d'entraînement, les sociétés à ne plus être guidées par une seule "raison d'avoir", mais également par une raison d'être, forme de doute existentiel fécond permettant de l'orienter vers une recherche du long terme"⁴⁸.

La raison d'être d'une entreprise est l'élément clé de sa projection dans la société et de la définition de son engagement pour contribuer au bien commun. Une entreprise qui se dote d'une raison d'être peut ainsi incarner un dessein, une ambition ou toute autre considération générale tenant à l'affirmation

de ses valeurs ou de ses préoccupations de long terme. Elle précise la manière dont elle va se comporter⁴⁹ et les valeurs qu'elle entend promouvoir dans l'accomplissement de son objet social⁵⁰. Cette "raison d'être est le motif, la raison pour laquelle la société est constituée. Elle détermine le sens de la gestion de la société et en définit l'identité et la vocation. Par une affirmation solennelle, la société pourra ainsi définir dans ses statuts sa dimension pérenne et identitaire"⁵¹.

La raison d'être doit être au service d'une ou plusieurs causes sociales ou environnementales. Chacune des entreprises d'un groupe, voire chaque site industriel d'une entreprise, peut ainsi se doter d'une raison d'être en lien avec son activité, au service de son écosystème au sein duquel elle évolue, et du pays ou de la zone géographique dans laquelle elle est implantée.

Recommandation

Poser qu'une entreprise européenne est gérée, dans son intérêt social, en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité et inciter toute entreprise européenne à se doter d'une raison d'être, élément clé de sa projection dans la société et de la définition de son engagement pour contribuer au bien commun.

48 Exposé des motifs de la loi PACTE.

49 Bulletin Joly Sociétés, "De l'intérêt social à la raison d'être des sociétés", Didier Poracchia, 2019.

50 Alain Viandier, article cité, n° 28.

51 Conseil d'État, "Étude d'impact sur le projet de loi relatif à la croissance et la transformation des entreprises", 18 juin 2018.



3/c - Les directives doivent laisser moins de latitude aux États pour les transposer dans leurs droits internes

L'Europe doit veiller à définir les règles claires d'un capitalisme responsable. Elle doit également faire en sorte de ne pas laisser trop de latitude aux États membres pour transposer les directives qui engagent la responsabilité de l'entreprise, évitant ainsi de brouiller le message adressé aux parties prenantes qui souhaitent qu'une même définition caractérise l'entreprise responsable quelle que soit sa nationalité.

La directive OPA - L'intérêt de l'entreprise doit-il prédominer sur celui de ses actionnaires ?

Après 20 ans de travail et plus de quinze ans de négociation entre les États membres de l'UE, entre tenants de l'économie de marché libre et d'un capitalisme "financier", d'une part et partisans de modèles plus contrôlés, voire dirigistes inspirés des modèles de type rhénan de capitalisme "social", la directive relative aux offres publiques d'acquisition a été adoptée le 21 avril 2004, grâce à une transposition facultative de certains principes, dont celui relatif à la neutralité des dirigeants prévue à l'article 9 qui vise à restreindre les pouvoirs des organes de direction de la société cible en cours d'offre en lui interdisant de prendre toute mesure de défense tendant à faire échouer cette dernière.

La transposition de l'article 9 de la directive OPA dans le droit national des États membres étant facultative, les États membres pouvaient, soit retenir une approche favorable aux dirigeants dans l'élaboration des défenses anti-OPA, privilégiant

ainsi l'intérêt de l'entreprise sur celui de ses actionnaires, soit au contraire imposer aux organes de direction un principe de neutralité aux termes duquel les mesures de défense contre une OPA doivent par principe être préalablement autorisées par les actionnaires.

Certains d'entre eux, notamment l'Allemagne et les Pays-Bas, ont retenu l'approche favorable aux dirigeants dans l'élaboration des défenses anti-OPA. Les tenants d'un capitalisme rhénan souhaitent ainsi privilégier l'intérêt de l'entreprise sur celui de ses actionnaires.

Le législateur français avait fait un choix inverse, celui d'imposer aux organes de direction de la société un principe de neutralité aux termes duquel les mesures de défense contre une offre publique devaient par principe être préalablement autorisées par les actionnaires, premières personnes concernées par l'offre. Opérant un renversement complet dans les défenses anti-OPA et guidé par la vision d'un intérêt social distinct de l'intérêt des actionnaires, l'article 10 de la loi du 29 mars 2014, dite loi Florange, a modifié les dispositions du Code de commerce relatives à la compétence dans l'adoption et la détermination des mesures anti-OPA de telle sorte que le conseil d'administration ou le directoire, après autorisation du conseil de surveillance de la société visée, puisse prendre toute décision dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre, sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées générales dans la limite de l'intérêt social de la société.



La directive Restructuration et Insolvabilité - L'intérêt de l'entreprise doit-il prédominer sur celui de ses créanciers ?

Attendue de longue date, la directive 2019/1023 Restructuration et Insolvabilité adoptée le 20 juin 2019 est le premier texte européen dans le domaine de la défaillance des entreprises. Elle définit un cadre des restructurations "préventives" qui interviennent en amont d'une insolvabilité formelle du débiteur.

Cette question de l'insolvabilité est un frein à l'expansion des entreprises et aux investissements transfrontières. Des procédures diverses et peu claires d'un État membre à l'autre dissuadent l'investissement. Un degré plus élevé d'harmonisation du droit de l'insolvabilité est donc nécessaire au bon fonctionnement du "marché unique" et à l'instauration d'une Union des marchés des capitaux. Une convergence accrue des procédures d'insolvabilité et de restructuration doit, en effet, permettre de garantir une plus grande sécurité juridique pour les investissements transfrontières et encourager la restructuration en temps utile lors de difficultés. Le sujet des prêts non performants fait partie des préoccupations centrales de la BCE. En raison des règles prudentielles applicables, l'exposition à ces prêts contraint les banques à couvrir leurs risques, mobilisant ainsi une partie de leurs ressources et diminuant d'autant le montant total qu'elles peuvent prêter. Avec une offre de crédit réduite, les ressources ne sont pas allouées au financement des entreprises, sources potentielles d'innovation et de création d'emplois à long terme.

Le cadre proposé par cette directive, qui s'inscrit dans un mouvement mondial favorable au développement des procédures préventives sans dessaisissement du débiteur, est censé répondre simultanément :

- au souhait de certains États voulant faciliter le refinancement à des conditions équivalentes et au moindre coût des débiteurs pour éviter les situations d'insolvabilité et les pertes d'emplois subséquentes ;
- à la préoccupation d'autres États désirant faciliter l'assainissement des bilans des banques en diminuant le nombre des prêts non performants.

Dit autrement, l'UE devait trouver une voie médiane entre les tenants de l'intérêt de l'entreprise et ceux de l'intérêt des créanciers.

Le texte retenu est le fruit de difficiles négociations, à propos notamment des règles relatives à la suspension des poursuites individuelles, l'adoption des plans de restructuration et la protection des droits des créanciers. Pour la Commission européenne, l'objectif de cette directive était avant tout l'harmonisation européenne des procédures de restructuration financière qui s'inspirait largement du *Chapter 11* et des *Scheme of Arrangement* britanniques. Le Conseil européen souhaitait une plus grande flexibilité au profit des législations nationales.

Ces différentes pressions et divergences d'objectifs expliquent l'inachèvement de l'harmonisation et les hésitations du texte final de la directive, les États membres pouvant choisir entre une procédure unique et publique ou une procédure amiable combinée avec une brève procédure publique en guise de clôture.



La directive Droit des actionnaires II - Une transposition très stricte en France

Cette directive impose aux sociétés cotées d'établir une politique de rémunération décrivant, notamment, les différentes composantes de rémunération fixe et variable, y compris toute prime ou avantage sous quelque forme que ce soit, qui peuvent être attribués aux dirigeants. Le principe du "say on pay" y est notamment consacré, avec un double vote ex ante et ex post, qui peut être soit consultatif, soit obligatoire.

La France a transposé la directive de la façon la plus stricte en imposant deux votes annuels de l'assemblée générale des actionnaires, contraignants et non consultatifs, portant préalablement à tout versement, sur les principes et les critères de détermination, de répartition et d'attribution de tous les éléments de rémunération des dirigeants, puis sur les éléments de leur rémunération et les avantages de toute nature versés ou attribués au titre de l'exercice antérieur.

3/d - L'entreprise doit disposer d'un actionariat de long terme

Depuis plusieurs années la Commission européenne a pris conscience de la nécessité de favoriser un actionariat de long terme. Plusieurs initiatives ont été prises en ce sens, notamment l'adoption de la directive "Droit des actionnaires II" qui vise à encourager l'investissement à long terme des actionnaires.

Par ailleurs, en 2015, le Parlement européen a souhaité que soit prise en considération l'importance des entreprises familiales. Sous cette impulsion, la Commission européenne a examiné la législation qui leur est applicable afin de recenser les obstacles à leur croissance. Selon elle, ces entreprises méritent une attention toute particulière car elles *"ont plus souvent une orientation à long terme et apportent une contribution essentielle à l'économie, en lui*

*apportant la stabilité à long terme, du fait de leur responsabilité sociale, d'un niveau élevé de responsabilité en tant que propriétaires, d'un engagement particulier vis-à-vis de la communauté et de l'économie locales et territoriales, et de valeurs fortes ancrées dans la tradition européenne du "marchand honorable" "*⁵².

Ainsi, un actionariat de long terme suppose que l'entreprise surmonte au moins deux obstacles, l'évolution de son capital social et le financement de sa croissance. L'un comme l'autre sont susceptibles de fragiliser son engagement long terme et son empreinte sociale, l'occurrence de ces opérations s'accompagnant fréquemment de l'ouverture de son capital à des actionnaires ou des investisseurs parfois soucieux d'une performance financière à court terme.

3/d.1 - Des financements dédiés aux entreprises responsables

La taxonomie ne doit pas être uniquement verte mais doit permettre aux entreprises responsables

d'avoir accès à des financements innovants et attractifs sous forme d'instruments de dettes.

⁵² Parlement européen, "Rapport sur les entreprises familiales en Europe", Angelika Niebler, 2015.



Le prêteur pourra apprécier la responsabilité de l'entreprise à l'aune des informations extra-financières mise à sa disposition.

À l'instar des *green bonds* ou des *green loans* qui financent l'acquisition d'actifs verts ou la transition écologique des entreprises, ces financements pourront être assurés par des instruments de dettes ou des obligations dont le rendement pourrait dépendre de la performance sociale ou sociétale de l'entreprise. En outre, la durée de remboursement de ces instruments devra être compatible avec l'objectif de création de valeur à long terme de l'entreprise.

3/d.2 - Maîtriser l'évolution du capital des entreprises

Il est essentiel de maîtriser l'évolution du capital social des entreprises et d'y associer des actionnaires de long terme dont les collaborateurs, notamment ceux de la "première heure" qui ont contribué au succès de l'entreprise et qui souhaitent qu'elle conserve son âme et ses valeurs. Les fondations actionnaires permettent en ce sens de préserver le modèle de l'entreprise tout en finançant des missions d'intérêt général ou développant des modèles hybrides.

L'Union européenne doit favoriser l'émergence des fondations

Le capital de très nombreuses sociétés européennes imprégnées d'un capitalisme rhénan est détenu pour partie ou en totalité par une fondation. Ikea, Bosch, Rolex, Bertelsmann, Velux, Carlsberg, Nokia, Bosch, Electrolux, Sandoz ou encore Lego ont en commun d'être détenues par une fondation

Les banques et les entreprises d'assurance étant une source de financement externe importante pour l'économie européenne, il conviendra d'intégrer dans les exigences prudentielles la responsabilité des entreprises et non pas uniquement leur durabilité. La Commission européenne devra examiner la possibilité d'aménager les exigences prudentielles de fonds propres applicables aux banques et aux assurances pour financer les entreprises responsables lorsque cela se justifie du point de vue du risque, tout en veillant à préserver la stabilité financière.

permettant d'éviter la dispersion de leur capital, de préserver leur engagement sociétal, d'inscrire la gestion dans le temps long, de financer des missions d'intérêt général, de développer des modèles hybrides conciliant activités lucratives et caritatives, de faciliter leur transmission ou encore de les protéger d'opérations hostiles sur leur capital.

L'UE devrait s'inspirer du Danemark, pays modèle en Europe où les entreprises détenues par des fondations représentent 54 % de la capitalisation boursière, 10 % de la richesse nationale, 18 % de la création de valeur, 25 % des exportations et 60 % du budget de recherche et développement. Les entreprises danoises sont ainsi protégées des effets du court-terme grâce à un actionariat stable, au cœur du système économique et redistributif danois.⁵³

⁵³ Le Monde, "L'exemple danois des fondations actionnaires", 29 août 2018.



L'Union européenne doit contribuer à lever la contrainte de la réserve héréditaire

L'engouement pour les fondations actionnaires danoises est grandement facilité par l'absence, au Danemark, de dispositions obligeant qu'une quote-part minimum du patrimoine d'une personne physique soit transmis à ses descendants. La réserve héréditaire est en revanche la règle dans de nombreux pays européens, toutefois dans des proportions différentes. En France, elle est égale à 50 % en présence d'un enfant, deux tiers en présence de deux enfants et trois quarts en présence de trois enfants et plus. Symétriquement, la quotité disponible est de 50 % en présence d'un enfant, un tiers en présence de deux enfants et un quart en présence de trois enfants et plus. Cela est plus compliqué en cas de divorce et en présence de familles recomposées.

Même s'il est possible d'y déroger dans certains cas, les dispositions relatives à la réserve héréditaire fragilisent les entreprises, principalement celles détenues par des entrepreneurs ou un groupe familial. Leurs actionnaires ne peuvent pas transmettre une part significative du capital à leurs collaborateurs, une fondation⁵⁴ ou d'autres actionnaires de long terme susceptibles d'apporter à l'entreprise une expertise et des compétences. Ces entreprises sont alors souvent cédées, altérant leur engagement social et leur implantation territoriale. Dans son rapport sur le rôle économique des fondations, l'Inspection Générale des Finances⁵⁵ a pointé les effets pervers engendrés par la réserve héréditaire, recommandant plusieurs pistes de

réforme dont la baisse des taux maximum. Cette solution a également été envisagée par plusieurs sénateurs dans un projet de loi déposé en septembre 2019 visant à adapter *"la fiscalité de la succession et de la donation aux enjeux démographiques, sociétaux et économiques du XXI^e siècle"*.

Baisser, voire supprimer, la réserve héréditaire uniquement en cas de transmissions d'entreprises nous paraît nécessaire. Au-delà, il convient d'interroger l'opportunité d'appliquer ces principes à une entreprise qui n'appartient pas à ses actionnaires ou associés, ces derniers étant propriétaires de parts ou d'actions qui servent de support légal à l'entreprise et leur confèrent des droits financiers et des droits de vote en assemblées générales. Les actifs productifs, corporels et incorporels, sont la propriété de l'entreprise, les collaborateurs sont salariés de l'entreprise, les clients sont liés contractuellement à l'entreprise qui, étant une personne juridique distincte, n'appartient par nature à personne. Il ne s'agit pas d'un bien ordinaire (bien immobilier ou portefeuille de valeurs mobilières par exemple).

Il nous semble difficile d'un côté, de demander à l'entreprise de ne pas être gérée dans l'intérêt de personnes particulières, notamment ses associés, mais dans son intérêt autonome et à des fins qui lui sont propres pour préserver son intérêt fondamental considéré indépendamment de celui de ses associés et, de l'autre, exiger à ses actionnaires ou associés personnes physiques de transmettre leurs parts ou actions à leurs descendants afin de se conformer aux dispositions du Code civil.

54 Institut Montaigne, "Pourquoi Bill Gates et Warren Buffet ne peuvent pas faire d'émules en France", mai 2011.

55 Inspection Générale des Finances, "Le rôle économique des fondations", avril 2017.



Recommandation

Faire en sorte que l'entreprise responsable européenne dispose d'un actionnariat européen de long terme. Ceci renvoie à la mobilisation de l'épargne européenne et donc d'actionnaires partageant les valeurs européennes et influe sur le management à partir de valeurs communes.

Pour ce faire, il faut :

- qu'elle puisse se financer grâce à des instruments de dettes innovants dont la rémunération pourrait dépendre de son impact social ou sociétal, à l'instar des *green bonds* ou des *green loans* ;
- faire en sorte que les exigences prudentielles de fonds propres applicables aux banques et aux compagnies d'assurances soient aménagées pour que ces dernières financent les entreprises responsables (le critère de responsabilité doit être pris en considération au même titre que celui de la durabilité) ;
- promouvoir les fondations actionnaires et faire en sorte que leur cadre juridique et fiscal soit harmonisé ;
- faire en sorte que la transmission de titres de sociétés (parts et actions) ne soit pas soumise à la réserve héréditaire.

3/e - Des lignes directrices européennes relevant d'un même niveau d'exigence

3/e.1 - Une gouvernance des entreprises harmonisée

Une convergence des codes de gouvernance au sein de l'UE s'impose afin d'offrir à l'ensemble des parties prenantes une protection équivalente, quels que soient la nationalité de la société et son lieu de cotation. Elle doit permettre d'harmoniser les critères d'exigence et de rattachement à un code de gouvernance. Or, les codes de gouvernance divergent. Alors que le *Deutsche Corporate Governance Kodex* s'applique uniquement aux sociétés allemandes, le *Financial Conduct Authority* subordonne l'admission au *London Stock Exchange* au respect du *UK Corporate Governance Code*. C'est donc la cotation d'une société sur le marché anglais qui déclenche l'application de son

code de gouvernance. L'Espagne et le Luxembourg permettent ou imposent également l'application de leur code gouvernance par une société étrangère cotée sur leur marché. Le législateur français, lui, a opéré un choix différent en considérant que le code Afep-Medef ne vise que les sociétés relevant du droit français et non celles qui sont cotées en France. Ainsi, les indemnités versées à un dirigeant d'une société néerlandaise, cotée en France et en Allemagne, lors de son départ de cette dernière relèvent exclusivement de l'appréciation du code de gouvernance néerlandais et non de celui du code Afep-Medef ou du *Deutsche Corporate Governance Kodex* bien que cette société



néerlandaise soit cotée en France et en Allemagne et que la majeure partie des employés du groupe auquel elle appartient sont salariés d'une filiale française ou allemande.

De plus, chacun des États adopte des standards différents. Il en résulte des critères d'exigence très différents d'un État à l'autre, ce que l'AMF a relevé dans une étude parue en mars 2016 comparant les codes de gouvernance en vigueur en France, en Allemagne, en Belgique, en Espagne, en Finlande, en Italie, au Luxembourg, aux Pays-Bas, au Royaume-Uni et en Suède.

Il est utopique d'imaginer que toutes les sociétés européennes devront respecter un même code de gouvernance. En revanche, l'UE doit contribuer à harmoniser :

- les critères d'exigence ;
- les critères de rattachement à un code de gouvernance qui pourraient dépendre de la nationalité de la société, de son lieu de cotation, voire de son empreinte territoriale – cette dernière solution confirmerait qu'une entreprise est responsable devant ses parties prenantes et non devant ses investisseurs.

Appliquer le code de gouvernance de l'État dans lequel la société est immatriculée soulève quelques interrogations en présence d'une société holding qui détient des filiales opérationnelles dans plusieurs États. Appliquer le code de gouvernance du lieu de cotation de l'entreprise privilégiera ses actionnaires et ses investisseurs et leur offrira une protection équivalente quelle que soit la nationalité de la société. Considérer que le code de gouvernance de référence doit être celui de l'État dans lequel se trouve la société opérationnelle du groupe dont le chiffre d'affaires est le plus élevé, qui emploie le plus salariés, etc. permettra d'adresser un message "responsable" à l'égard de ses principales parties prenantes, notamment ses collaborateurs. L'UE doit également faire en sorte que les codes de gouvernance de chacun des États promeuvent la création de valeur à long terme et permettent d'associer à la gouvernance d'une entreprise ses parties prenantes.



3/e.2 - Une politique de rémunération responsable alignée sur la raison d'être de l'entreprise

Dirigeants

L'entreprise doit être exemplaire en adoptant une politique de rémunération fixe et variable de ses dirigeants qui réponde *“aux intérêts de la collectivité et [respecte] un certain nombre de valeurs dont l'éthique des affaires et la durabilité de son développement”*⁵⁶. La rémunération des dirigeants de sociétés cotées a fait l'objet, en Europe, de vives contestations au cours des dernières années engendrant plusieurs réactions de la Commission européenne. Elle a émis en 2009⁵⁷ plusieurs recommandations exigeant l'établissement d'un équilibre entre rémunération fixe et variable et subordonnant l'attribution de la partie variable à des critères de performance mesurables et prédéterminés. Elle recommandait également que les indemnités de départ soient soumises à des limites précises et ne soient pas versées en cas d'échec. De plus, la directive “Actionnaires II” adoptée en 2017 impose aux États membres d'introduire dans leur législation la procédure du *say on pay* et oblige les sociétés à communiquer aux actionnaires des informations claires et compréhensibles à propos de la rémunération de leurs dirigeants, y compris tous les avantages qui leur sont octroyés au cours de l'exercice précédent.

L'Europe doit aller au-delà de simples recommandations et fixer des lignes directrices d'une politique de rémunération fixe et variable des

dirigeants qui soit responsable, au soutien de l'engagement social et environnemental de l'entreprise et alignée sur sa raison d'être. Ces lignes directrices devront insister pour que la politique de rémunération variable long terme des dirigeants (sous forme d'actions de performance, de rémunérations différées, de plans de rémunération long terme, d'intéressement long terme, etc.) dépende de l'atteinte d'objectifs sociaux et environnementaux de long terme.

Managers

La politique de rémunération variable court terme et long terme des managers doit également être déterminée en prenant en considération l'atteinte d'objectifs sociaux et environnementaux. Cela doit notamment passer par l'attribution d'actions gratuites, de stock-options ou de bons de souscription de parts de créateurs d'entreprise (BSPCE) à impact sociétal, les conditions d'attribution ou d'exercice de ces instruments dépendant de l'atteinte d'objectifs extra-financiers à impact sociétal. Ces plans de partage de valeur doivent être généralisés et étendus aux sociétés étrangères d'un même groupe. L'entreprise doit également orienter l'épargne collective de ses salariés logée dans des plans d'épargne entreprise (PEE) ou des instruments équivalents vers les entreprises responsables ou des instruments financiers de long terme.

56 Observatoire sur la Responsabilité Sociétale des Entreprises (Orse), “Critères RSE et rémunérations”, 2017.

57 Commission européenne, “Recommandation en ce qui concerne le régime de rémunération des administrateurs de sociétés cotées”, 2009.



3/e.3 - Une politique fiscale responsable

La politique fiscale des entreprises est violemment critiquée depuis de nombreuses années par plusieurs de ses parties prenantes, principalement les ONG et les consommateurs qui sanctionnent les produits commercialisés ou distribués par des entreprises dont le “comportement fiscal” est considéré comme n’étant pas éthique ou responsable. Outre les comportements d’optimisation et d’évasion fiscales, bien entendu condamnables, il est reproché aux entreprises de ne pas payer assez d’impôts sur les bénéfices dans l’État dans lequel elles sont implantées sans prendre en considération la charge totale de cet impôt qui est acquitté par le groupe auquel elles appartiennent. Les critiques sont concentrées sur un seul impôt, l’impôt sur les bénéfices, et la contribution de l’entreprise à cet impôt dans l’État dans lequel elle est implantée.

Cette approche minimaliste affecte gravement l’image et la réputation des entreprises. Cette situation est amplifiée par les recommandations de nombreuses organisations internationales qui se focalisent sur les politiques de prix de transfert. Les tenants de cette approche minimaliste ne prennent pas en considération les impôts de production, les impôts de consommation et les contributions sociales acquittés par une entreprise et oublient que le bénéfice taxable est déterminé après prise en compte de ces impôts et contributions sociales. Ils omettent également

de préciser qu’une entreprise acquitte des impôts de production et des contributions sociales, pour des montants souvent très importants, même lorsqu’elle ne réalise pas de bénéfice.

Parmi les adeptes de cette approche minimaliste citons la *Global Reporting Initiative* (GRI) dont la nouvelle norme publiée en décembre 2019 recommande aux entreprises multinationales plus de transparence sur l’impôt sur les bénéfices acquitté et l’État dans lequel il est payé. Cette norme décrit les informations devant être publiées dans chacune des juridictions dans lesquelles est implantée l’entreprise, sa stratégie et sa gouvernance fiscales. Elle recommande à toutes les sociétés de publier, de façon volontaire, un *country by country report* à savoir une déclaration des prix de transfert pratiqués par les groupes d’entreprises multinationales dans chacun des pays dans lequel ils sont implantés.

L’UE doit publier ses propres lignes directrices en matière d’éthique, de gouvernance et de transparence fiscales dans le but d’harmoniser les pratiques et faire en sorte qu’elles relèvent d’un même niveau d’exigence. Elle devrait aussi considérer qu’un groupe multinational doit communiquer sur sa contribution aux finances publiques de chacun des États dans lequel il est implanté, approche globale qui ne se focalise pas sur le seul impôt sur les bénéfices.



3/e.4 - Un devoir de diligence uniforme relevant d'un même niveau d'exigence

Les réglementations française et européenne en matière de devoir de diligence ne sont pas efficaces. Elles n'empêchent pas l'entrée sur le marché européen d'importations de produits de sociétés de pays tiers qui ne respectent pas les obligations de diligence raisonnable. Elles ne limitent pas, dans les pays tiers, les impacts négatifs causés par des concurrents internationaux moins soucieux que les sociétés de l'UE en matière de conduite responsable des affaires.

C'est pour cette raison que l'UE doit publier ses propres lignes directrices en matière de devoir de diligence qui prendront en considération les normes internationales les plus utilisées, notamment celles des Principes directeurs de l'OCDE. Elles devront reposer sur une approche flexible afin que soient prises en considération les situations différentes auxquelles les sociétés sont confrontées en fonction des secteurs et des zones géographiques dans lesquelles sont situées leurs

chaînes d'approvisionnement. Elles devront aussi être élaborées en coopération avec les entreprises européennes. Par ailleurs, l'obligation de diligence ne devra pas être associée à un régime de responsabilité civile qui engendrerait de fortes distorsions de concurrence pour les entreprises européennes vis-à-vis de leurs concurrents qui y sont extérieurs et ne devrait pas empêcher les importations d'entreprises non européennes qui ne sont pas responsables.

Enfin, l'UE devrait créer un Point de Contact Européen dont la mission serait de renforcer l'efficacité de ces lignes directrices en menant des activités de promotion, en répondant à des demandes de renseignements et en participant à la résolution des problèmes soulevés par leur mise en œuvre avec la participation des milieux d'affaires, des organisations représentant les travailleurs et des autres organisations non gouvernementales.

Recommandation

Établir des lignes directrices européennes, relevant d'un même niveau d'exigence, en matière de gouvernance d'entreprise, de rémunération des dirigeants, de politique fiscale et de devoir de diligence.





Liste des recommandations

Recommandation 1

Pour financer une croissance responsable en Europe, dégager des ressources financières européennes pour de l'investissement de long terme :

- dirigé vers les besoins en infrastructures responsables et la réduction des inégalités entre pays européens ;
- dirigé vers les investissements permettant la transition écologique ;
- qui favorise l'investissement privé dans des infrastructures responsables, lequel est porteur de croissance, de développement local ;
- qui se fasse **via** des plans d'investissement sur les infrastructures stratégiques européennes avec des régimes de concession adaptés aux exigences du capitalisme responsable.

Recommandation 2

Mobiliser en priorité l'épargne des entreprises et des ménages européens pour le financement des entreprises européennes responsables, en exploitant la coïncidence qui existe dans les deux transitions environnementale et sociale.

Pour ce faire il s'agit de :

- réformer les règles prudentielles des compagnies d'assurances ;
- profiter du vieillissement pour orienter l'épargne retraite vers des actifs responsables ;
- mettre en place un grand système européen des retraites fondé sur une portion de l'épargne existante et investie dans la transformation environnementale ;
- donner un caractère stratégique aux investissements responsables qui puisse limiter, prévenir et contrôler les prises de participation extra-européennes.



Recommandation 3

Étudier la mise en place d'un fonds souverain de retraite européen, collectant une partie de l'épargne des ménages et complétant les solutions nationales de financement des retraites. Ce fonds participerait ainsi à une communauté de sort des citoyens européens, sur les enjeux du vieillissement. Ce fonds souverain serait investi à long terme dans les entreprises responsables, avec des règles de gouvernance inspirées des fonds allemands et suédois (gestion paritaire ou mutualiste, priorité accordée à l'investissement responsable, représentants de la société civile).

Un tel fonds permettrait qu'une partie de l'épargne de long terme des ménages s'investisse dans les entreprises responsables. Un tel véhicule permettrait

de compléter progressivement l'assurance vie dans les pays où elle est massivement utilisée par les épargnants à des fins de retraite.

Recommandation 4

Adapter, en tenant compte des enseignements de la crise de 2020, les règles prudentielles qui s'appliquent aux activités financières (Solvabilité 2, Bâle III) pour favoriser l'investissement de long terme dans un capitalisme responsable.

a) **Solvabilité 2** devrait être réformée pour autoriser plus d'investissements responsables dans :

- les grandes entreprises européennes responsables – ce qui garantit leur résilience, afin qu'elles puissent résister à la concurrence internationale ;
- les PME et TPE qui produisent au niveau local ;
- les investissements de long terme, en renonçant à la règle du *mark-to-market*.

b) **Les accords de Bâle** ont conduit à une augmentation très importante de l'exigence de fonds propres des banques européennes, lesquelles, à l'inverse des banques américaines, portent dans leur bilan la part majeure du financement de l'économie. En outre, les mécanismes de provisionnement ont un caractère pro-cyclique. Ce cadre peut peser sur le financement de l'économie, même si dans la dernière période, la BCE a assoupli l'interprétation des exigences prudentielles en fonds propres. Pour beaucoup, ces accords sont fortement guidés par des réalités américaines où les banques interviennent peu dans le financement de l'économie et où elles ne conservent pas les crédits dans leurs bilans, les recédant au marché par la titrisation. Il en résulte en Europe une augmentation constante des fonds propres des banques et un renchérissement du coût du crédit.



Recommandation 5

Développer l'Union des Marchés des Capitaux pour l'investissement dans les entreprises responsables à l'échelle européenne et, dans ce cadre, harmoniser la fiscalité des différents supports d'investissement en Europe pour parvenir rapidement à une *flat tax* européenne sur les actifs financiers et à une harmonisation du droit des faillites.

Transposer la directive "Restructuration et Insolvabilité", de la façon la plus uniforme possible, dans chacun des États membres.

Recommandation 6

Créer les véhicules d'investissement de type *private equity* permettant des circuits courts : fléchage de l'épargne financière d'une région vers les entreprises de cette région permettant de développer l'emploi dans les territoires.

Recommandation 7

Augmenter la participation des salariés à l'actionnariat des entreprises notamment en harmonisant les dispositifs de participation et d'intéressement⁵⁸.

Recommandation 8

Définir les termes d'une taxonomie sociale qui complète la taxonomie écologique, en tenant compte des préoccupations sanitaires et sociales.

58 Comme l'Institut Montaigne le proposait déjà dans son rapport *ETI : taille intermédiaire, gros potentiel* de janvier 2018.



Recommandation 9

Reprenre la maîtrise des principes qui régissent l'élaboration des normes comptables européenne au sein de l'IASB et redéfinir un cadre comptable européen.

Pour ce faire :

- l'UE doit faire pression, autant que nécessaire, sur l'IASB pour orienter les normes IFRS dans un sens favorable à ses valeurs et à celles des États membres ;
- l'UE doit disposer du pouvoir d'approuver les normes comptables *ex ante*, avant qu'elles ne lui soient imposées par l'IASB ;
- l'UE doit financer une étude qui serait menée par des experts européens nommés par la Commission européenne et dont l'objet serait de définir un cadre comptable européen.

Recommandation 10

Réviser la directive sur la communication extra-financière de 2014 pour imprimer la marque d'un capitalisme responsable européen.

Ce cadre unique pourrait être un compromis de plusieurs normes actuelles. Il devra permettre aux parties prenantes d'avoir une lecture aisée des performances extra-financières d'une entreprise. Deux idées fortes devront se dégager :

- une entreprise responsable n'est pas celle qui se contente de se protéger de divers risques mais celle qui contribue à la protection de la société et de son écosystème ;
- une entreprise responsable est celle qui, au-delà d'une politique ESG engagée, contribue à créer, protéger et valoriser ses actifs immatériels. Il s'agit notamment du capital humain (la formation des collaborateurs, la pérennité de leur employabilité, la responsabilité éducative de l'entreprise, etc.) et du capital innovation.

L'Europe doit saisir cette opportunité d'instaurer un cadre normatif de l'information extra-financière qui lui soit propre et qui incarne ses valeurs.



Recommandation 11

Identifier des thématiques essentielles de l'ESG, correspondant aux valeurs essentielles de l'UE, avant de choisir les indicateurs, à savoir :

- solidarité ;
- liberté individuelle ;
- diversité territoriale et culturelle ;
- contribution au bien-être (emploi, socialisation, disponibilité des services essentiels...) ;
- préservation du climat et de la biodiversité ;
- coopération entre entreprises, sociétés et États autour des biens communs fondamentaux (cette coopération peut être mesurée à l'aune des "raisons d'être" des entreprises, qui devraient être encouragées) ;
- rôle des syndicats ;
- innovation ;
- contribution aux transitions ;
- justesse et sens du compromis dans les réponses apportées.

Sur la base de ces quelques valeurs cardinales, l'Union européenne devrait créer et financer un Groupe de travail chargé de définir collectivement

ces valeurs et proposer un ensemble ainsi que sa traduction en quelques catégories d'information / indicateurs ESG d'ici la fin de l'année.



Recommandation 12

Conditionner toute aide nationale ou européenne à des exigences ESG assises sur une taxonomie à la fois verte et sociale.

Il paraît indispensable de réserver toute ressource publique à des acteurs responsables. L'orientation est déjà plus ou moins prise en matière climatique, par exemple avec le *Green Deal* européen. Elle doit être complétée des enjeux sociaux. Le groupe lancé en mai 2020 par la Commission européenne sur le *Green Deal* européen et présidé par Thomas Buberl pourrait définir la liste de ces

conditionnalités et leur champ d'application (en allant au-delà de la seule conditionnalité verte). Le plan de relance proposé par la Commission européenne et adopté par le Conseil en juillet 2020 fait d'ailleurs explicitement référence aux impératifs sociaux et à la notion de résilience économique et sociale.

Recommandation 13

Réformer l'EFRAG pour qu'elle intègre une vision européenne de l'ESG, conforme aux enjeux et aux valeurs de l'Union européenne.

Le *European Financial Reporting Advisory Group* (EFRAG), créé en 2001 pour porter la voix européenne dans l'élaboration des normes comptables internationales et pour conseiller la Commission européenne dans l'adoption et la mise en œuvre des dites normes, pourrait voir son mandat élargi à l'extra-financier. Une initiative technique en ce sens a déjà été menée en 2019 sur le *reporting* climatique et les propositions de la TCFD, au sein du *European Lab Project Task Force on Climate Related Reporting*, créé pour l'occasion par l'EFRAG. La mission demandée au Président de l'EFRAG par le vice-Président exécutif de la Commission, Valdis Dombrovskis, en juillet 2020, explicite le besoin de réfléchir à un potentiel référentiel extra-financier européen

et à une réforme de l'EFRAG pour lui permettre, le cas échéant, d'assumer dans le temps une responsabilité dans ce domaine. Pour être opérant, ces nouveaux mandats devraient s'accompagner d'un renforcement des compétences des membres de l'EFRAG sur l'ESG et d'un positionnement plus politique et moins technique, plus offensif et moins passif, de l'institution. Cette politisation du rôle de l'EFRAG implique sans doute une modification de la composition de son Conseil et de son *Technical Expert Group*. La composition de son Assemblée générale pourrait aussi être complétée avec des institutions et/ou représentants liés aux enjeux ESG. Enfin, il serait utile que l'EFRAG puisse être auditionné par le Conseil de l'UE et par le Parlement européen.



Recommandation 14

Établir un code de conduite pour les agences de notation extra-financière. Une démarche analogue devrait s'appliquer aux agences en conseil de vote.

La supervision des agences de notation extra-financière et des proxys, autour de ce code de conduite, pourrait être assumée par les autorités

européennes actuelles régulant déjà les marchés et les acteurs financiers.

Le code de conduite pourrait être établi notamment autour des critères suivants :

- transparence ;
- permanence ;
- qualification des analystes ;
- répartition géographique des analystes et proximité des émetteurs ;
- prévention des conflits d'intérêts ;
- mise à disposition des données primaires ;
- protection de l'information transmise par les émetteurs ;
- etc.

S'agissant de contributeurs ayant un impact sur le fonctionnement des marchés et la protection des investisseurs, il serait naturel que les agences extra-financières et les proxys soient régulés par la *European Securities and Markets Authority* (ESMA).

ESG devraient être partagées avec d'autres institutions internationales. Le groupement *Impact Management Project* ainsi que l'OCDE pourraient être des enceintes appropriées, mêlant déjà institutions privées et publiques, expertises financières et extra-financières.

Par ailleurs, afin d'avoir une réelle portée internationale, la seule à même d'être efficace, les valeurs ESG fondamentales défendues par l'Europe et la réflexion sur l'évolution des grilles

Il conviendrait ainsi de susciter le développement d'un acteur européen indépendant de conseil en vote, avec une taille critique suffisante pour représenter une alternative au duopole actuel.

Recommandation 15

Poser qu'une entreprise européenne est gérée, dans son intérêt social, en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité et inciter toute entreprise européenne à se doter d'une raison d'être, élément clé de sa projection dans la société et de la définition de son engagement pour contribuer au bien commun.



Recommandation 16

Faire en sorte que l'entreprise responsable européenne dispose d'un actionnariat européen de long terme. Ceci renvoie à la mobilisation de l'épargne européenne et donc d'actionnaires partageant les valeurs européennes et influe sur le management à partir de valeurs communes.

Pour ce faire, il faut :

- qu'elle puisse se financer grâce à des instruments de dettes innovants dont la rémunération pourrait dépendre de son impact social ou sociétal, à l'instar des *green bonds* ou des *green loans* ;
- faire en sorte que les exigences prudentielles de fonds propres applicables aux banques et aux compagnies d'assurances soient aménagées pour que ces dernières financent les entreprises responsables (le critère de responsabilité doit être pris en considération au même titre que celui de la durabilité) ;
- promouvoir les fondations actionnaires et faire en sorte que leur cadre juridique et fiscal soit harmonisé ;
- faire en sorte que la transmission de titres de sociétés (parts et actions) ne soit pas soumise à la réserve héréditaire.

Recommandation 17

Établir des lignes directrices européennes, relevant d'un même niveau d'exigence, en matière de gouvernance d'entreprise, de rémunération des dirigeants, de politique fiscale et de devoir de diligence.





Glossaire

AMF (Autorité des Marchés Financiers)

Autorité publique indépendante française qui est chargée de veiller à la protection de l'épargne investie en produits financiers, à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement des marchés.

Book value (ou valeur comptable)

Valeur pour laquelle un bien est inscrit dans les comptes d'une entreprise à sa date d'entrée dans le patrimoine de l'entreprise. Les biens acquis à titre onéreux (achetés) sont enregistrés à leur coût d'acquisition, ceux acquis à titre gratuit sont enregistrés à leur valeur vénale (valeur de marché) et ceux produits à leur coût de production (Article L123-18 du Code de commerce).

CDP (anciennement *Carbon Disclosure Project*)

Organisation internationale à but non lucratif, créée en 2000 et basée au Royaume-Uni. Elle publie l'impact environnemental des plus grandes entreprises et détient une des bases de données les plus importantes au monde sur la performance environnementale des entreprises.

Code AFEP MEDEF

Code de référence des sociétés cotées en France en matière de gouvernance. Il définit les principes de bon fonctionnement de l'entreprise en introduisant des règles sur la rémunération des dirigeants, le contrôle et la transparence. Publié pour la première fois en septembre 2002, ce code est régulièrement révisé.

COP 21

21^e conférence des parties (COP) à la Convention-cadre des Nations Unies sur les changements climatiques (CCNUCC), réunie à Paris du 30 novembre au 12 décembre 2015 et ayant abouti à l'Accord de Paris sur le climat.

Crowdfunding (ou financement participatif)

Outil de financement de projets alternatif aux circuits traditionnels faisant appel à des fonds auprès d'un grand nombre de personnes (particuliers ou entreprises) via des plateformes numériques de financement participatif. Il peut prendre la forme de dons, de prêts rémunérés ou de participations dans l'entreprise.

Devoir de diligence

Processus que les entreprises doivent mettre en œuvre pour identifier, prévenir, et atténuer les impacts négatifs de leurs activités, de leur chaîne d'approvisionnement et de leurs relations d'affaires. Le "Guide sur le devoir de diligence pour une conduite responsable des entreprises" publié en 2018 par l'OCDE émet plusieurs recommandations devant permettre aux entreprises d'éviter et de traiter les risques d'impacts négatifs sur les travailleurs, les droits de l'Homme, l'environnement, la corruption, les consommateurs et la gouvernance d'entreprise liés à leurs activités, à leur chaîne d'approvisionnement et à leurs relations d'affaires.

ELTIF (*European long-term investment funds* ou Fonds européens d'investissement de long terme)

Fonds d'investissement ayant pour objectif d'apporter des financements de longue durée à des projets d'infrastructure, à des sociétés non cotées ou à des PME cotées. Ces fonds doivent notamment investir au moins 70 % dans des actifs de long terme pour être agréés.

Entreprise responsable

Une entreprise qui soutient et applique un ensemble de valeurs fondamentales, notamment dans les domaines des droits de l'Homme, des normes de travail, de l'environnement, de lutte contre la corruption, etc. Elle doit faire en sorte de contribuer au bien commun de la Société.



ESG

Sigle international utilisé par la communauté financière pour désigner les critères Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance (ESG) qui constituent généralement les trois piliers de l'analyse extra-financière. Ils sont pris en compte dans la gestion socialement responsable. Grâce aux critères ESG, on peut évaluer l'exercice de la responsabilité des entreprises vis-à-vis de l'environnement et de leurs parties prenantes (salariés, partenaires, sous-traitants et clients).

ETF (*Exchange-Traded Fund* ou fonds négocié en bourse)

Fonds d'investissement composés d'actions ou d'obligations publiques ou privées et qui répliquent les performances d'un indice donné. Ces fonds, souvent dénommés *trackers*, suivent des indices géographiques (CAC40 par exemple) ou sectoriels. Leur développement est prodigieux parce qu'ils sont très liquides, immédiatement très diversifiés et supportent peu de frais de gestion (gestion passive).

Fair value (ou juste valeur)

Prix qui serait perçu pour la vente d'un actif ou payé pour le transfert d'un passif lors d'une transaction normale entre des intervenants du marché à la date d'évaluation. Défini par la norme IFRS 13, le principe de juste valeur se décline en trois niveaux :

- **niveau 1** : les actifs et passifs sont évalués au prix du marché (*mark-to-market*) ;
- **niveau 2** : en l'absence de marché, la juste valeur se calcule sur la base d'un modèle (*mark-to-model*) utilisant les paramètres observables d'un marché similaire ;
- **niveau 3** : si aucun marché similaire n'est observable, la juste valeur est calculée sur la base de paramètres non observables et propres à l'entreprise.

Flat tax (ou impôt à taux unique)

Système qui impose tous les membres d'un groupe au même taux. Cet impôt peut par exemple s'appliquer aux revenus ou aux placements financiers.

Fonds de pension

Fonds d'investissement destiné à la retraite par capitalisation. C'est un organisme de placement gérant collectivement l'épargne salariale et le versement de pensions.

Grenelle II

Loi du 12 juillet 2010 portant engagement national pour l'environnement, dite Grenelle II, qui renforce les obligations de *reporting* lié à la lutte contre le changement climatique par la réduction de la consommation d'énergie, la prévention des émissions de gaz à effet de serre et la promotion des énergies renouvelables.

IASB (*International Accounting Standard Board* ou Bureau international des normes comptables)

Organisme international chargé de l'élaboration des normes comptables IFRS.

IFRS (*International Financial Reporting Standards*)

Désigne les normes comptables internationales d'informations financières. Ces normes s'appliquent aux sociétés cotées sur un marché européen.

Information extra-financière

Communication par une entreprise d'informations sociales, environnementales, sociétales et de gouvernance, contribuant à une meilleure transparence sur ses activités, ses caractéristiques et son organisation. En tant que tel, elle constitue un fondement important de la politique de responsabilité sociétale des entreprises vis-à-vis de leurs parties prenantes, des citoyens et de l'État.



Information financière

Ensemble des communications officielles et obligatoires (bilan, compte de résultat, perspectives, etc.) auxquelles sont soumises les sociétés. Selon l'article 4 du règlement (CE) n° 1606/2002 relatif à l'application des normes comptables internationales, les sociétés cotées européennes sont tenues de préparer leurs comptes consolidés conformément aux normes comptables internationales adoptées par l'Union européenne (normes IFRS). Les sociétés françaises non cotées doivent appliquer les normes comptables françaises, étant précisé qu'elles peuvent retenir les normes IFRS pour établir leurs comptes consolidés.

ISR (Investissement socialement responsable)

Intégration de façon systématique et traçable des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) à la gestion financière et aux placements financiers.

Loi PACTE

Loi publiée au Journal officiel du 23 mai 2019, ayant essentiellement pour objet d'assouplir ou de supprimer un certain nombre de formalités incombant aux entreprises, et notamment aux PME. PACTE est l'acronyme de "Plan d'action pour la croissance et la transformation des entreprises". La loi PACTE a, notamment, modifié les dispositions de l'article 1833 du Code civil qui prévoit désormais que "la société est gérée dans son intérêt social, en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité". Elle a également permis aux sociétés de se doter d'une raison d'être, a instauré le statut d'entreprise à mission et créé les fonds de pérennité.

Mark-to-market (évaluation au prix du marché)

Méthode de mesure de la valeur des biens d'une société par rapport à des valeurs de marché à un moment précis.

NRE

Loi relative aux Nouvelles Régulations Économiques du 15 mai 2001, qui impose pour la première fois en France aux entreprises cotées un *reporting* social et environnemental.

OCDE (Organisation de Coopération et de Développement Économiques)

Organisation internationale d'études économiques et de promotion de politiques publiques, dont les 37 pays membres (en 2020) ont en commun un système de gouvernement démocratique et une économie de marché.

ODD (Objectifs de développement durable)

17 Objectifs de développement durable adoptés en septembre 2015 par 193 pays aux Nations Unies. Ils constituent un plan d'action pour la paix, l'humanité, la planète et la prospérité, nécessitant la mise en œuvre de partenariats multi-acteurs. Ils ambitionnent de transformer nos sociétés en éradiquant la pauvreté et en assurant une transition juste vers un développement durable d'ici à 2030. Les 17 ODD constituent un cadre de référence pour agir, un outil de sensibilisation sur la responsabilité de l'entreprise, une source d'opportunités économiques et un levier de collaboration. Ces 17 objectifs s'accompagnent de 169 cibles liées entre elles, s'adressant à tous types d'acteurs et précisant leurs contenus.



ONG (Organisation Non Gouvernementale)

Association à but non lucratif, d'intérêt public, qui ne relève ni de l'État, ni d'institutions internationales. Une ONG est une personne morale qui, bien que n'étant pas un gouvernement, intervient dans le champ national ou international.

Private equity (ou Capital investissement)

Forme privée d'investissement et de prises de participations directes dans le capital des entreprises visant à financer leur développement par un apport de capitaux non-publics.

Procyclité

Corrélation positive entre la valeur d'un bien, d'un service ou d'un indicateur économique et l'état général de l'économie. Des phénomènes de procyclicité peuvent entraîner des variations très importantes de prix selon que l'économie est en expansion ou en récession.

Proxys (ou *proxy advisors*)

Agences de conseil en vote et plus généralement de conseil en gouvernance d'entreprise auxquelles des investisseurs institutionnels ou actionnaires confient leur orientation de vote dans les assemblées générales d'entreprises.

RSE (responsabilité sociale d'entreprise, ou responsabilité sociétale d'entreprise)

Mise en pratique du développement durable et prise en compte des enjeux sociaux et éthiques dans leurs activités par les entreprises.

Union des marchés de capitaux (UMC ou *Capital Markets Union*, CMU)

Initiative de l'Union européenne qui a pour objectif d'approfondir l'intégration des marchés des capitaux des États membres de l'UE, d'offrir de nouvelles sources de financement aux entreprises (en particulier aux PME) et d'élargir les possibilités d'investissement des épargnants dans l'ensemble de l'UE.

US GAAP (*General Accepted Accounting Principles*)

Normes comptables en vigueur aux États-Unis.





Remerciements

Le Comité Médicis et l'Institut Montaigne remercient particulièrement les personnes suivantes pour leur contribution à ce travail.

Présidents du groupe de travail

- **Yves Perrier**, Directeur général, Amundi
- **Jean-Dominique Senard**, Président, Renault

Membres du groupe de travail

- **Jean-Jacques Barbéris**, Membre du Comité Exécutif d'Amundi
- **Francesco Bellino**, *Managing Director & Partner*, The Boston Consulting Group
- **Sophie Burel**, Directrice des Affaires Publiques, Renault
- **Juliette Le Gelard**, *Principal*, The Boston Consulting Group
- **Éric Sauvage**, Consultant et membre du comité stratégique, Institut Montaigne

Rapporteurs

- **François-Xavier Albouy**, Directeur de Recherche de la Chaire "Transitions démographiques, Transitions économiques", Fondation du Risque
- **Christian Nouel**, Avocat, associé, Gide Loyrette Nouel, et Président de la Fondation Croissance Responsable
- **Stanislas Pottier**, *Senior Advisor* de la Direction Générale, Amundi

Animation du groupe de travail

- **Clémence Alméras**, Chargée d'études, Institut Montaigne
- **François Ewald**, Délégué général, Comité Médicis

Ainsi que :

- **Victor Bus**, Assistant chargé d'études, Institut Montaigne
- **Alban Petit**, Assistant chargé d'études, Institut Montaigne



Liste des personnes auditionnées ou rencontrées dans l'élaboration de ce travail

- **Naïm Abou-Jaoudé**, *CEO*, Candriam
- **Loïc Allanos**, Directeur Adjoint RSE, Servier
- **Christine Anglade Pirzadeh**, Directrice du développement durable et de la communication, Wendel
- **Morgane Augé**, Directrice des Affaires Publiques France, Orano
- **Jean-Luc Barlet**, Associé, Mazars
- **Matthieu Belloir**, Directeur RSE, Orange
- **Annie Bellot-Gurlet**, *Chief Operating Officer France*, IBM
- **Marguerite Bérard**, Directrice des réseaux France, BNP Paribas
- **Jean Boissinot**, Conseiller des Gouverneurs, Banque de France
- **Pierre Bollon**, Délégué général, Association Française de la Gestion financière
- **Ginette Borduas**, *Head of ESG and Sustainability*, Meridiam
- **Céline Boyer-Chammard**, Directrice Associée, The Boston Consulting Group
- **Maylis Brandou**, Directrice de la stratégie et du développement, Equanity
- **Jérôme Brouillet**, Direction générale du Trésor
- **Nicolas Calcoen**, Membre du Comité Exécutif, Amundi, Finance et Stratégie
- **François Calonne**, Conseiller à la DRIIE, Caisse des Dépôts
- **Anne-Laure Calvez**, Directeur de l'Engagement de l'Entreprise, Orano
- **Eric Campos**, Directeur de la Responsabilité Sociétale et Environnementale (RSE) de Crédit Agricole SA
- **Gwendoline Cazenave**, ancienne Directrice TGV Atlantique, SNCF Mobilités et *Partner*, Oliver Wyman
- **Éric Chaney**, Conseiller économique, Institut Montaigne
- **Hélène Charrier**, Directrice adjointe du service politique durable, Caisse des Dépôts
- **Antoine Colas**, Secrétaire général, Transdev
- **Patrick de Cambourg**, Président, Autorité des normes comptables
- **Maxime de Couëssin**, Directeur, Réseau Entreprendre Paris
- **Caroline de La Marnierre**, Directrice générale et Fondatrice, Institut du Capitalisme responsable
- **Julie de La Sablière**, Présidente et fondatrice, Little Wing
- **Antoine de Saint-Affrique**, *Chief Executive Officer*, Barry Callebaut
- **Pierre de Villiers**, *Senior Advisor*, Boston Consulting Group, ancien chef d'État-major des armées
- **Isabelle Diversy**, *Sustainability manager*, Engie
- **Louis Douady**, Directeur RSE, Natixis



- **Blaise Duault**, COO, FnB Private Equity
- **Benjamin Fremaux**, Directeur Général, Idex
- **Sylvestre Frezal**, Président, Appenin, Groupe Covéa
- **Christian Gollier**, Directeur général, Toulouse School of Economics
- **Vincent Harel**, Président France, Mercer
- **Béatrice Jung**, Directrice RSE Groupe, Transdev
- **Augustin Landier**, Professeur de Finance, HEC
- **Thomas-Olivier Léautier**, *Chief Economist*, EDF
- **Laëtitia Mahenc**, Responsable du Département Environnement et RSE, Teréga
- **Hélène Mairesse**, Déléguée aux relations avec les Pouvoirs publics, Renault
- **Philippe Martin**, Professeur d'économie, Sciences Po et Conseil d'analyse économique, Président délégué
- **Christine Naoumoff**, Chef de projet Stratégie RSE, Renault
- **Charles Nicolas**, Co-fondateur, Decade for Change
- **Christian Nouel**, avocat, associé, Gide Loyrette Nouel, et président de la Fondation Croissance Responsable
- **Fanny Picard**, Associée Fondatrice, Alter Equity
- **Bruno Roche**, *Chief Economist*, Mars Incorporated, *Founder & Executive Director*, *Economics of Mutuality*
- **Céline Soubranne**, Directrice RSE, AXA
- **Isabelle Spiegel**, Directrice de l'environnement, Vinci
- **Denis Thaefer**, *Chief Mission Officer*, La Parisienne Assurances
- **Hélène Valade**, Présidente, ORSE (Observatoire de la Responsabilité Sociétale des Entreprises) et Directrice Développement Environnement, Groupe LVMH
- **Sylvain Vanston**, Responsable Climat, direction de la RSE, Groupe AXA
- **Gilles Vermot Desroches**, Directeur du développement durable, Schneider Electric
- **Armelle Weisman**, Présidente, Réseau Entreprendre Paris

Les opinions exprimées dans ce rapport n'engagent ni les personnes précédemment citées ni les institutions qu'elles représentent.



Membres du Conseil d'Orientation du Comité Médicis

- **Yves Barou**, Président, Cercle des DRH européen.
- **Bernard Carayon**, Avocat, Maire de Lavaur, ancien député.
- **Pierre-André de Chalendar**, Président-directeur général, groupe Saint-Gobain.
- **Mercedes Erra**, Fondatrice de BETC, Présidente exécutive de Havas Worldwide.
- **Jean Jouzel**, Climatologue et glaciologue. Ancien Vice-président du groupe scientifique du GIEC.
- **Jean de Kervasdoué**, Professeur émérite au CNAM, Membre de l'académie des technologies, ingénieur en chef des Ponts et des Forêts.
- **Denis Kessler**, Président-directeur général, SCOR.
- **Robert Leblanc**, Président-directeur général, Aon France.
- **Anne Le Lorier**, Membre de la Commission des sanctions de l'Autorité des Marchés Financiers. Ancienne Sous-gouverneur de la Banque de France.
- **Horatia Muir Watt**, Professeur de droit international privé et de droit comparé, Sciences-Po.
- **Yves Perrier**, Président, Comité Médicis, Directeur Général, Amundi.
- **Patrick Pouyanné**, Président-directeur général, Total.
- **Jean-Pierre Robin**, Chroniqueur économique, Le Figaro.
- **Olivier Rousseau**, Membre du directoire, Fonds de réserve pour les retraites.



Dépôt légal : ISSN en cours.

Ce document utilise du papier couché et offset 100 % recyclé, certifié FSC® Recycled. Ecolabel CEE.

Ce document est imprimé en France par un professionnel labellisé Imprim'Vert.

L'impression quadrichromique est réalisée à partir d'encre végétales.

Conception Studio Graphique Amundi
Direction de la Communication. 09/2020.

Association Comité Médicis

Identification R.N.A. : W751250669

Objet : lieu de débat et de réflexion consacré à la responsabilité sociale de l'entreprise (RSE), de ses actionnaires et de ses partenaires ; production et diffusion de documents relatifs à la RSE ; organisation d'événements publics relatifs à ce thème.

Siège social : 90, boulevard Pasteur, 75015 Paris

comite.medicis.org

L'urgence climatique, le défi des inégalités sociales et les tensions géopolitiques actuelles recentrent l'Europe sur une question clé : celle de son indépendance.

Comment l'assurer de façon soutenable et pérenne ?

Ce rapport propose une stratégie afin de garantir l'indépendance des entreprises et des nations européennes grâce à un "capitalisme responsable".

Les entreprises européennes responsables, dont la raison d'être n'est pas seulement le profit, mais d'abord le service de l'ensemble de leurs parties prenantes, et qui s'inspirent des principes de l'économie sociale de marché, doivent être soutenues par l'épargne des européens, plus abondante, orientée sur le long terme et fidèle aux valeurs européennes.

L'Institut Montaigne et le Comité Médecis proposent ainsi de faire de l'Europe la patrie du "capitalisme responsable". Les 17 recommandations figurant dans ce rapport visent à réconcilier objectifs économiques, sociaux, environnementaux et géopolitiques autour d'initiatives très concrètes.



INSTITUT
MONTAIGNE

