



pour en faire le principe de sa refondation conforme à sa philosophie d'origine : « l'économie sociale de marché ».

Ce rapport propose un ensemble ordonné de mesures destinées à assurer croissance et indépendance aux entreprises et aux nations européennes en créant l'architecture d'un capitalisme qui doit mobiliser l'épargne des Européens et l'orienter vers les entreprises européennes « responsables ».

Ces mesures paraissent particulièrement adaptées à un moment où l'épargne abonde et où l'activité doit être relancée, en prenant en considération les valeurs de responsabilité environnementale et sociale sans lesquelles on ne peut plus concevoir de prospérité. Elles sont destinées à faire évoluer le capitalisme européen, à lui permettre de retrouver une identité brouillée pour cause de globalisation, et qui soit conforme à ses caractéristiques démographiques, économiques, culturelles et sociales.

Favoriser des investissements de long terme en Europe, alors que le capitalisme de court terme prévaut aujourd'hui

Ces mesures consistent d'abord à moderniser les règles, prudentielles et comptables, conçues dans l'optique de la mondialisation et inspirées par un capitalisme financier américain focalisé sur des visions et des rendements de court terme. Il faut mobiliser l'épargne européenne pour lui permettre de s'investir dans le long terme.

Elles proposent ensuite la mise en place de dispositifs correspondant aux valeurs et aux caractéristiques de l'économie européenne, permettant de diriger de manière responsable les flux d'épargne vers les entreprises : utilisation des besoins de financement des retraites d'une population vieillissante pour créer un fonds souverain de retraite européen investissant dans le développement des infrastructures et des entreprises européennes, mise en place d'un réel marché des capitaux corrigeant les fragmentations actuelles, création de vecteurs d'investissements locaux, développement de l'intéressement et de la participation

Résumé

Face aux évolutions géopolitiques contemporaines aggravées par la crise sanitaire, et face à l'urgence environnementale et celle de la reprise économique, **l'Europe doit saisir l'opportunité de mettre en œuvre un capitalisme responsable, nouvelle figure du capitalisme,**

des salariés, obligation pour les investissements directs étrangers de respecter les valeurs européennes.

Prendre la main sur l'information comptable, financière et extra-financière, pour les mettre en accord avec les valeurs européennes

Il s'agit pour cela de donner au capitalisme européen un cadre de normes conformes aux valeurs européennes : dans le domaine de l'information financière, il s'agit de reprendre le contrôle de la normalisation comptable aujourd'hui déléguée à un organisme indépendant (IASB) qui a fait valoir une vision court-termiste de la représentation financière des entreprises ; pour ce qui concerne l'information extra-financière, c'est-à-dire celle qui décrit le rapport de l'entreprise à la société et à l'environnement, il s'agit de construire un cadre normatif européen conforme aux enjeux et aux valeurs européens. Faute de quoi s'imposeront définitivement aux entreprises européennes non seulement le cadre conceptuel financier américain mais également les valeurs sociales et sociétales américaines.

Créer un cadre juridique commun pour accompagner les entreprises européennes responsables

Dans le domaine du droit des sociétés, l'Europe doit s'affirmer comme la patrie de la « raison d'être » et faire en sorte qu'en son sein les régimes de gouvernance des sociétés soient ceux d'un capitalisme responsable.

Ainsi, ce rapport propose-t-il un programme systématique pour l'instauration d'un capitalisme responsable européen capable de régénérer les économies européennes et d'assurer à ses entreprises l'accès aux capitaux nécessaires à leur réussite. En d'autres mots, plutôt que de se défier du capital et de la finance, nous proposons d'en faire les leviers d'une renaissance européenne et d'un nouveau pacte entre entreprises, société et gouvernants, en mettant l'épargne abondante des Européens au service d'un capitalisme responsable.

Nos recommandations

Recommandation n° 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 n° 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'assurance ;
- profiter du vieillissement pour orienter l'épargne retraite vers des actifs responsables ;
- mettre en place un grand système européen des retraites fondé sur une proportion 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 n° 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 n° 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 procyclique. 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 n° 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 n° 6

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

Recommandation n° 7

Augmenter la participation des salariés à l'actionariat des entreprises, notamment en harmonisant les dispositifs de participation et d'intéressement¹.

Recommandation n° 8

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

Recommandation n° 9

Reprenre la maîtrise des principes qui régissent l'élaboration des normes comptables européennes 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 ;

¹ Comme l'Institut Montaigne le proposait déjà dans son rapport « ETI : taille intermédiaire, gros potentiel » de janvier 2018.

- ▶ 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 n° 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 n° 11

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

- ▶ la solidarité ;
- ▶ la liberté individuelle ;
- ▶ la diversité territoriale et culturelle ;
- ▶ la contribution au bien-être (emploi, socialisation, disponibilité des services essentiels...);
- ▶ la préservation du climat et de la biodiversité ;
- ▶ la 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) ;
- ▶ le rôle des syndicats ;
- ▶ l'innovation ;
- ▶ la contribution aux transitions ;
- ▶ la justesse et le 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 n° 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 n° 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 n° 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 :

- la transparence ;
- la permanence ;
- la qualification des analystes ;
- la répartition géographique des analystes et proximité des émetteurs ;
- la prévention des conflits d'intérêt ;
- la mise à disposition des données primaires ;
- la 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 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 n° 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 n° 16

Faire en sorte que l'entreprise responsable européenne dispose d'un actionariat 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 dette innovants dont la rémunération pourrait dépendre de son impact social et environnemental, 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'assurance 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 n° 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.