COMMISSION
EUROPÉENNE

Bruxelles, le 30.9.2015
COM(2015) 468 final

COMMUNICATION DE LA COMMISSION AU PARLEMENT EUROPÉEN, AU CONSEIL, AU COMITÉ ÉCONOMIQUE ET SOCIAL EUROPÉEN ET AU COMITÉ DES RÉGIONS

Un plan d'action pour la mise en place d'une union des marchés des capitaux

{SWD(2015) 183 final}
{SWD(2015) 184 final}

Table des matières

INTRODUCTION 3

1. LA VOIE DE LA CROISSANCE: FINANCER L'INNOVATION, LES START-UP ET LES SOCIETES NON COTEES 8
   - 1.1. Le financement de la phase de démarrage 9
   - 1.2. Première phase d'expansion 10
   - 1.3. Soutenir les PME en quête de financement 11
   - 1.4. Les fonds de prêts 13
   - 1.5. Placements privés 13
2. FAIRE EN SORTE QUE LES ENTREPRISES PUISSENT PLUS FACILEMENT ENTRER EN BOURSE ET Y LEVER DES CAPITAUX 15
3. INVESTIR POUR LE LONG TERME: DES INVESTISSEMENTS DANS LES INFRASTRUCTURES ET DURABLES 18
   - 3.1. Améliorer l'environnement d'investissement par la réglementation 18
   - 3.2. Soutenir l'investissement à long terme et le financement des infrastructures 19
   - 3.3. Orienter les financements vers les investissements dans la viabilité environnementale 20
   - 3.4. Appel à contributions sur le cadre réglementaire existant 20
4. FAVORISER L'INVESTISSEMENT INSTITUTIONNEL ET DE DETAIL 22
   - 4.1. Investisseurs de détail 22
   - 4.2. Investisseurs institutionnels 24
5. EXPLOITER LA CAPACITE DES BANQUES A SOUTENIR L'ENSEMBLE DE L'ECONOMIE 26
6. FACILITER L'INVESTISSEMENT TRANSFRONTIERE 28
   - 6.1. La sécurité juridique et l'infrastructure de marché au service de l'investissement transfrontière 28
   - 6.2. Supprimer les obstacles nationaux à l'investissement transfrontière 29
   - 6.3. Promouvoir la stabilité financière et la convergence de la surveillance 31
   - 6.4. Faciliter les investissements internationaux 33
7. PROCHAINES ETAPES ET SUIVI 34

INTRODUCTION

La priorité absolue de la Commission est de renforcer l'économie européenne et de stimuler l'investissement pour créer des emplois. Le plan d'investissement de 315 milliards d'euros, en place et opérationnel moins d'un an après l'entrée en fonction de l'actuelle Commission, permettra d'engager rapidement ce processus. Pour renforcer l'investissement à long terme, nous avons besoin de marchés des capitaux plus solides, qui offrent de nouvelles sources de financement aux entreprises, élargissent les possibilités d'investissement des épargnants et rendent l'économie plus résistante. C'est pourquoi l'une des grandes priorités définies par le président Juncker est la mise en place d'un véritable marché unique des capitaux: une union des marchés des capitaux pour l'ensemble des 28 États membres.

La libre circulation des capitaux est l'un des principes fondamentaux sur lesquels l'Union européenne s'est construite. En dépit des progrès accomplis au cours des 50 dernières années, les marchés européens des capitaux restent fragmentés et relativement peu développés. Alors que l'économie européenne est aussi grande que l'économie américaine, les marchés d'actions de l'Europe sont plus de deux fois plus petits que ceux des États-Unis, et les marchés obligataires, plus de trois fois plus petits. Et l'écart entre États membres est encore plus important qu'entre l'Europe et les États-Unis. Des marchés des capitaux plus intégrés gagneront en efficience et accroîtront la capacité de l'Europe à financer la croissance.

L'union des marchés des capitaux renforcera le troisième pilier du plan d'investissement pour l'Europe. Elle sera bénéfique à l'ensemble des 28 États membres et renforcera également l'Union économique et monétaire en favorisant la convergence économique et en aidant à absorber les chocs économiques dans la zone euro, comme le souligne le rapport des cinq présidents intitulé «Compléter l'Union économique et monétaire».

Des marchés des capitaux plus forts permettront de compléter le financement bancaire, dont la tradition est solidement ancrée en Europe, ainsi que:

- **d'attirer davantage d'investissements européens et étrangers:** l'union des marchés des capitaux permettra de mobiliser des capitaux en Europe au profit de toutes les entreprises, y compris les PME, des projets d'infrastructure et autres projets durables à long terme, qui en ont besoin pour se développer et créer des emplois. Elle offrira aux ménages de meilleures solutions pour préparer leur retraite;

- **de mieux faire parvenir les financements aux projets d'investissement dans toute l'UE:** les États membres dont les marchés sont de petite taille et dont le potentiel de croissance est élevé ont beaucoup à gagner d'un meilleur acheminement des capitaux et des investissements vers leurs projets. Ceux dont les marchés des capitaux sont plus développés profiteront quant à eux de possibilités accrues d'investissement et d'épargne transfrontières;

- **de rendre le système financier plus stable:** l'intégration des marchés financiers et des marchés des capitaux peut aider les États membres, en particulier ceux de la zone euro, à supporter ensemble l'impact des chocs. En diversifiant les sources de financement, cette intégration contribuera à répartir les risques financiers et rendra les ménages et les entreprises de l'Union moins vulnérables aux futurs resserrements du crédit bancaire. En outre, le développement des marchés d'actions, contrairement à un endettement accru, permet d'augmenter l'investissement sur le long terme;

- **d'approfondir l'intégration financière et d'intensifier la concurrence:** un plus grand partage transfrontière des risques, des marchés plus profonds et plus liquides et des sources

de financement diversifiées permettront un approfondissement de l'intégration financière, une baisse des coûts et une amélioration de la compétitivité européenne.

Pour résumer, l'union des marchés des capitaux renforcera le lien entre épargne et croissance. Pour les épargnants et les investisseurs, elle se traduira par davantage d'opportunités et de meilleurs rendements. Elle offrira aux entreprises un plus large choix de sources de financement aux différents stades de leur développement.

Quel est l'enjeu?

Voici quelques exemples illustrant les avantages potentiels. Les PME européennes tirent cinq fois moins de financements des marchés des capitaux que les PME américaines. Si nos marchés du capital-risque étaient aussi profonds, ils auraient pu fournir plus de 90 milliards d'euros de financements à nos entreprises entre 2009 et 2014. Si l'on pouvait ramener — en toute sécurité — les volumes de titrisation dans l'Union européenne aux niveaux moyens qu'ils atteignaient avant la crise, les banques seraient en mesure d'octroyer plus de 100 milliards d'euros de crédits supplémentaires au secteur privé. Et si l'on pouvait relancer la titrisation des prêts aux PME, pour la faire revenir ne serait-ce qu'à la moitié du pic atteint pendant la crise, 20 milliards d'euros de financements supplémentaires pourraient être générés. Les besoins d'investissement sont également considérables: on estime, par exemple, que la transition de l'UE vers une économie à faible intensité de carbone nécessitera 200 milliards d'euros d'investissement par an[1].

L'union des marchés des capitaux devrait permettre à l'Union européenne de progresser vers une situation dans laquelle, entre autres exemples, les PME pourront obtenir des financements aussi facilement que les grandes entreprises; il y aura convergence, au niveau de l'UE, des coûts d'investissement et des possibilités d'accès aux produits d'investissement; il sera de plus en plus simple d'obtenir des financements sur les marchés de capitaux; et ceux qui voudront se financer dans d'autres États membres ne se heurteront plus à des obstacles juridiques ou prudentiels injustifiés.

Un plan d'action pour l'union des marchés des capitaux

La Commission a reçu plus de 700 réponses aux consultations lancées en février. L'importance de mettre en place une union des marchés des capitaux est unanimement soulignée; et le Parlement européen[2] et le Conseil[3] ont tous deux confirmé qu'ils étaient très favorables à une approche par étapes et que les problèmes recensés dans notre consultation étaient bien ceux sur lesquels il convenait de se concentrer.

Une mesure unique ne suffira pas à mettre en place une union des marchés des capitaux. Il faudra une série de mesures, dont l'effet cumulé sera significatif. La Commission prendra les mesures nécessaires pour abattre les obstacles qui empêchent les capitaux des investisseurs de rencontrer les possibilités d'investissement, et les entreprises de trouver des investisseurs. Le système d'acheminement de ces capitaux, tant au niveau national que par-delà les frontières, sera rendu aussi efficace que possible.

L'intégration plus étroite des marchés des capitaux et la suppression progressive des dernières barrières nationales étant susceptibles de créer de nouveaux risques pour la stabilité financière, nous soutiendrons les mesures destinées à renforcer la convergence des pratiques de surveillance, afin que les autorités de régulation des marchés des capitaux agissent à l'unisson et renforcent les outils permettant une gestion prudente des risques systémiques. En s'appuyant sur les réponses qu'elle a reçues et sur sa propre analyse, la Commission prendra des mesures pour réaliser les objectifs prioritaires suivants:

---

1 PRIMES, analyse d'impact 2030.

2 Résolution du Parlement européen sur la construction d'une union des marchés des capitaux [2015/2634(RSP)].

3 Conclusions du Conseil de l'Union européenne du 19 juin sur une union des marchés de capitaux.

Offrir un plus grand choix de sources de financement aux entreprises et PME européennes

Les entreprises qui souhaitent lever des fonds sur les marchés des capitaux se heurtent en Europe à des obstacles à tous les stades de financement de leur développement («*funding escalator*») ainsi que sur les marchés boursiers. Ces obstacles limitent la capacité des petites entreprises à obtenir des financements en fonds propres ou par endettement. La Commission entend:

- moderniser la directive sur les prospectus afin qu'il coûte moins cher aux entreprises de lever des fonds sur les marchés, revoir les autres obstacles réglementaires empêchant les petites entreprises de s'introduire en bourse ou d'accéder aux marchés obligataires et soutenir, au moyen de structures européennes de conseil, les petites entreprises dans leurs démarches pour entrer en bourse;

- lancer un train de mesures destiné à soutenir le capital-risque et le financement en fonds propres dans l'Union européenne, notamment en utilisant les ressources de l'UE comme catalyseur de l'investissement privé, au moyen de fonds de fonds paneuropéens, de réformes réglementaires et de la promotion des meilleures pratiques en matière d'incitations fiscales;

- promouvoir les formes innovantes de financement des entreprises, telles que le financement participatif, le placement privé et les fonds de prêts, tout en préservant la stabilité financière et la protection des investisseurs; «procédure» sauf indication contraire, une procédure de groupe spécial en vertu du titre; et

- étudier les moyens de développer une approche paneuropéenne pour mieux mettre en contact les PME avec les différentes sources de financement.

Garantir un environnement réglementaire approprié pour les investissements à long terme et durables et le financement des infrastructures européennes

L'Europe a besoin d'un volume important de nouveaux investissements durables à long terme pour préserver et accroître sa compétitivité. Un soutien public, tel le plan d'investissement pour l'Europe de 315 milliards d'euros, peut y contribuer, mais il faut également des mesures pour mobiliser les investissements privés sur le plus long terme. La Commission entend:

- réviser rapidement les calibrages de Solvabilité II de manière à mieux tenir compte du risque réellement attaché aux investissements dans les infrastructures, puis revoir le traitement des expositions des banques sur les infrastructures prévu par le règlement sur les exigences de fonds propres (CRR); «procédure» sauf indication contraire, une procédure de groupe spécial en vertu du titre; et

- dans le cadre de son initiative «mieux légiférer» et en s'appuyant sur les travaux engagés en 2013 par le Parlement européen sur la cohérence de la législation de l'UE dans le domaine des services financiers, évaluer les effets cumulés des précédentes réformes réglementaires en vue d'assurer la cohérence et l'uniformité des règles.

Accroître les investissements et élargir les possibilités de choix pour les investisseurs de détail et institutionnels

L'épargne des particuliers, détenue directement ou indirectement par l'intermédiaire des gestionnaires d'actifs, des entreprises d'assurance vie et des fonds de pension, est essentielle à

la vitalité des marchés des capitaux. La consultation a révélé que, pour les investisseurs de détail qui épargnent pour leur avenir, une plus grande confiance, davantage de transparence, moins d'incertitudes et un choix plus vaste peuvent aider à réaliser les bons investissements. Le secteur européen de la gestion d'actifs fonctionne bien dans l'ensemble, mais le mécanisme de passeport et la concurrence transfrontière doivent encore être renforcés. La Commission entend:

- examiner les moyens d'étoffer le choix et la concurrence dans l'offre transfrontière d'assurances et de services financiers de détail en publiant à cet effet un livre vert dans le courant de l'année. Elle évaluera également le cadre réglementaire de l'investissement de détail, en s'intéressant plus particulièrement aux moyens d'améliorer la transparence, l'offre et la qualité des conseils en investissement dans le contexte actuel de l'essor des prestations en ligne;

- étudier comment élargir le choix de solutions d'épargne retraite et mettre en place un marché européen des produits d'épargne retraite individuelle, pour lesquels les institutions de retraite pourraient opter lorsqu'elles proposent des plans de retraite privés dans l'UE; «procédure» sauf indication contraire, une procédure de groupe spécial en vertu du titre; et

- mettre en place un véritable passeport pour les fonds européens, qui élimine les frais et les obstacles transfrontières de manière à accroître la concurrence et à élargir le choix offert aux consommateurs.

Renforcer la capacité de prêt des banques

Les banques, en tant que prêteurs à un large pan de l'économie et en tant qu'intermédiaires sur les marchés des capitaux, joueront un rôle central dans l'union des marchés des capitaux. Elles ont un solide ancrage local et une bonne connaissance du terrain: l'emprunt bancaire restera, pour de nombreuses entreprises, la principale source de financement, parallèlement aux marchés des capitaux. La Commission entend:

- relancer en Europe les titrisations simples, transparentes et standardisées, afin de faire de la place dans le bilan des banques et d'offrir des opportunités d'investissement aux investisseurs à long terme;

- étudier la possibilité qu'existent, dans tous les États membres, des coopératives de crédit locales ne relevant pas des règles européennes applicables aux banques en matière d'exigences de fonds propres;

- évaluer la possibilité et la manière de mettre en place un cadre paneuropéen pour les obligations garanties s'inspirant des régimes nationaux qui fonctionnent bien et explorer la faisabilité d'outils de financement similaires pour les prêts aux PME.

Abattre les obstacles transfrontières et développer les marchés des capitaux pour l'ensemble des 28 États membres

Malgré les avancées réalisées ces dernières décennies vers la création d'un marché unique des capitaux, nombre d'obstacles entravent encore les investissements transfrontières. Certains de ces obstacles trouvent leur origine dans le droit national (la législation en matière d'insolvabilité, de fiscalité ou de valeurs mobilières), d'autres sont liés à la fragmentation de l'infrastructure du marché. Par conséquent, nous allons:

- lancer une consultation sur les principaux obstacles existant dans le droit de l'insolvabilité et proposer une initiative législative sur l'insolvabilité des entreprises, visant à abattre ces obstacles qui freinent la libre circulation des capitaux et s'inspirant des régimes nationaux qui fonctionnent bien;

- entreprendre de résoudre le problème de l'incertitude entourant la propriété des titres et continuer d'améliorer les dispositifs de compensation et de règlement des opérations transfrontières sur titres;

- soutenir le développement du marché des capitaux de chacun des 28 États membres, dans le cadre du semestre européen et en offrant aux États membres, par le service d'appui à la réforme structurelle de la Commission, un soutien sur mesure au renforcement de leurs capacités administratives;

- travailler avec les autorités européennes de surveillance (AES) à l'élaboration et à la mise en œuvre d'une stratégie pour renforcer la convergence de la surveillance et identifier les domaines dans lesquels une approche plus collective permettrait d'améliorer le fonctionnement du marché unique des capitaux;

- profiter de la prochaine révision du Comité européen du risque systémique (CERS) et des travaux internationaux pour doter les autorités macroprudentielles nationales et européennes des outils nécessaires pour pouvoir réagir de manière appropriée à l'évolution des marchés des capitaux.

Le présent plan d'action jette les bases d'une union des marchés des capitaux efficace et intégrée, comprenant tous les États membres, en vue de sa mise en place d'ici 2019. Il s'agit d'un projet à long terme, mais nous entendons avancer rapidement. La Commission examinera les résultats obtenus et réévaluera les priorités en 2017.

La voie à suivre est claire: construire un marché unique des capitaux en partant de la base, repérer les obstacles et les supprimer un à un, créer un nouvel élan et susciter une confiance grandissante qui incite à investir dans l'avenir de l'Europe. La libre circulation des capitaux est l'un des principes fondamentaux sur lesquels l'Union européenne s'est construite. Plus de cinquante ans après le traité de Rome, nous devons saisir l'occasion de donner corps à cette ambition.

1. LA VOIE DE LA CROISSANCE: FINANCER L'INNOVATION, LES START-UP ET LES SOCIETES NON COTEES

Les start-up sont, pour l'économie, des moteurs de croissance essentiels. Dans l'Union européenne, deux personnes sur trois sont employées par des petites et moyennes entreprises (PME), lesquelles sont à l'origine de 58 centimes de chaque euro de valeur ajoutée[4]. Les entrepreneurs qui ont un plan d'affaires prometteur doivent pouvoir obtenir les financements dont ils ont besoin pour faire aboutir leurs idées. Et les entreprises performantes ont besoin de financements à des conditions favorables pour financer leur expansion. Or, pour les entreprises en phase de croissance qui souhaitent lever des fonds propres ou trouver des formes de crédit autres que bancaires, les canaux de financement sont sous-développés en Europe. C'est particulièrement vrai pour les PME européennes, dont le financement externe

[4] Commission européenne (2014), *Annual Report on European SMEs: A Partial and Fragile Recovery* (rapport annuel sur les PME européennes: une reprise fragile et partielle), p. 24.

provient à plus de 75 % de crédits bancaires. Une union des marchés des capitaux (UMC) performante devrait élargir l'éventail des possibilités de financement pour les entreprises de croissance. Ces possibilités devraient exister et être accessibles aux entrepreneurs des 28 États membres de l'UE, pour le financement de tous les stades de développement de leur entreprise.

1.1. Le financement de la phase de démarrage

Grâce à leurs solides relations et réseaux locaux, les banques sont en mesure de fournir aux PME européennes la plus grande partie de leur financement externe. En complément du financement bancaire, un nombre croissant de solutions de financement non bancaire destinées aux entreprises sont apparues ces dernières années: plateformes de prêts ou de dons, affacturage, crédit entre pairs, financement participatif reposant sur l'investissement, ou investisseurs providentiels («*business angels*»).

Le financement participatif, par exemple, a connu une rapide expansion dans certains États membres. On dénombre actuellement plus de 500 plateformes offrant un éventail de services dans l'UE[5]. Compte tenu de la dimension essentiellement locale du financement participatif, les États membres dans lesquels la majeure partie de ces activités sont exercées prennent des mesures pour clarifier les conditions régissant ce nouveau modèle économique. Les plateformes de financement participatif reposant sur l'émission de titres financiers peuvent être agréées au titre de la directive sur les marchés d'instruments financiers (MiFID) et bénéficier d'un passeport leur permettant d'exercer des activités et de fournir des services réglementés dans toute l'UE[6]. À l'heure actuelle, il n'existe pas de cadre de l'UE régissant spécifiquement le financement participatif reposant sur le prêt. L'UE doit trouver le juste équilibre entre l'objectif de protéger les investisseurs et celui de favoriser l'expansion du financement participatif. Légiférer trop tôt pourrait, en effet, avoir pour résultat de briser l'expansion de ce mode de financement innovant en plein essor, au lieu de la favoriser. La Commission a mis en place un forum des parties prenantes du financement participatif pour étayer l'élaboration de politiques dans ce domaine et elle a lancé une étude visant à collecter et analyser des données sur les marchés du financement participatif de l'UE et à évaluer l'incidence de la législation nationale en la matière. En s'appuyant sur les travaux existants[7], la Commission publiera un rapport sur le développement du financement participatif en Europe.

La Commission évaluera les régimes nationaux et les meilleures pratiques et surveillera l'évolution du secteur du financement participatif. À la suite de cette évaluation, la Commission décidera de la meilleure façon de permettre le développement, dans toute l'Union, de cette nouvelle source de financement.

Les investisseurs providentiels sont souvent des hommes d'affaires aguerris, prêts à apporter un soutien financier ou d'autre nature aux start-up. Ils sont devenus une source de plus en plus importante de capital pour la phase d'amorçage et les premiers stades de développement des entreprises. Les montants investis par les *business angels* européens restent toutefois

---

5 Estimation basée sur les données de 22 États membres de l'UE en 2014. Source: Crowdsurfer Ltd et Ernst & Young LLP, *Crowdfunding: Mapping EU markets and events study*, 2015.

6 Si la plateforme de financement participatif est agréée en tant qu'entreprise d'investissement et respecte les exigences pertinentes de la directive MiFID.

7 Autorité européenne des marchés financiers, *Opinion and Advice on investment-based crowdfunding*, ESMA/2014/1378 et ESMA/1560, 18.12.2014; *Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding*, EBA/Op/2015/03, 26.3.2015.

modestes[8]: 357 millions d'euros en 2013, dont plus de la moitié concentrée sur seulement trois États membres (Royaume-Uni, Espagne et France)[9]. L'Europe a besoin d'un réseau plus étoffé d'investisseurs providentiels, capable d'opérer dans toute l'UE, par-delà les frontières nationales. La Commission continuera de soutenir le développement de ce réseau et des capacités des investisseurs providentiels, en mettant particulièrement l'accent sur les pays d'Europe centrale et orientale, l'idée étant de constituer des plateformes transfrontières, mettant en contact les *business angels* avec les PME innovantes et favorisant le cofinancement.

1.2. Première phase d'expansion

Les entreprises en forte expansion, qui ont un potentiel de croissance élevé mais un fonds de roulement limité, peuvent être confrontées à un manque de financements à des moments cruciaux de leur développement. Les facilités de caisse ou les lignes de crédit à court terme ne suffisent souvent pas à couvrir leurs besoins. D'après les réponses à la consultation, le financement de l'expansion est l'étape pour laquelle le système financier de l'Union européenne est le moins performant. Les entreprises concernées étant susceptibles de devenir de futurs grands employeurs, les occasions manquées pour la société européenne peuvent être considérables[10].

Le capital-risque a un rôle essentiel à jouer en soutenant la croissance et en donnant aux entrepreneurs la possibilité de lever des fonds en Europe ainsi qu'à l'étranger. Le capital-risque correspond généralement à du capital (fonds propres) à long terme, apporté par l'intermédiaire de fonds qui rassemblent les intérêts des investisseurs et diversifient les risques. Les fonds de capital-risque restent cependant de taille relativement modeste dans l'UE. La taille moyenne des fonds de capital-risque européens est de 60 millions d'euros, soit seulement la moitié de celle des fonds américains, et 8 États membres seulement attirent environ 90 % de l'investissement de ces fonds[11]. Un partage des risques par le secteur public pourrait permettre aux fonds européens de capital-risque de gagner en taille et de s'établir plus largement dans l'ensemble des 28 États membres. Il pourrait aussi jouer un rôle de catalyseur de l'investissement privé, en aidant celui-ci à changer d'échelle, à se diversifier et à étendre sa portée géographique. Promouvoir des fonds de fonds pourrait en particulier aider à accroître l'investissement privé dans les fonds de capital-risque en attirant les investisseurs institutionnels.

La législation de l'UE s'est efforcée d'établir des conditions réglementaires propices au succès du secteur européen du capital-risque. Le règlement sur les fonds de capital-risque européens (EuVECA)[12] et le règlement sur les fonds d'entrepreneuriat social européens

---

8 Le montant total des investissements des *business angels* n'est pas directement mesurable. Selon certaines estimations, dans certains pays européens où les marchés de l'investissement providentiel sont bien développés, il serait plus élevé que l'investissement des fonds de capital-risque [cf OCDE (2011), *Financing High-Growth Firms: The Role of Angel Investors*].

9 Source: Recueil statistique EBAN 2014. Les données sont disponibles pour 21 États membres.

10 Des données couvrant 15 pays de l'OCDE sur la période 2001-2011 montrent que les jeunes entreprises jouent un rôle essentiel dans la création d'emplois. Elles créent systématiquement plus d'emplois qu'elles n'en détruisent. Plus précisément, les jeunes entreprises de moins de 50 salariés concentrent environ 11 % des emplois et sont généralement à l'origine de plus de 33 % du nombre total de créations d'emplois dans le secteur des entreprises, contre seulement 17 % des destructions d'emplois. (Source: Science, technologie et industrie: Tableau de bord de l'OCDE 2013).

11 Source: European Private Equity & Venture Capital Association.

12 Règlement (UE) nº 345/2013.

(EuSEF)[13] définissent notamment les conditions dans lesquelles ces fonds peuvent être commercialisés auprès des investisseurs institutionnels et des particuliers fortunés dans l'ensemble de l'UE. Cependant, les passeports EuVECA et EuSEF ne peuvent actuellement être obtenus que par les petits gestionnaires de fonds, dont le portefeuille d'actifs ne dépasse pas 500 millions d'euros. L'efficacité de ces passeports pourrait être accrue par une modification de ces règlements. On pourrait, par exemple, permettre aux gestionnaires de fonds de plus grande taille de créer et de commercialiser des fonds EuVECA et EuSEF, abaisser le seuil d'investissement afin d'attirer un plus grand nombre d'investisseurs et accélérer la commercialisation et l'investissement transfrontières.

Le recours aux incitations fiscales est un autre moyen de soutenir le financement en fonds propres, en particulier pour les entreprises innovantes et les jeunes pousses[14]. La Commission examinera comment les incitations fiscales nationales en faveur du capital-risque et des *business angels* peuvent favoriser l'investissement dans les PME et les jeunes pousses, et encouragera la diffusion des meilleures pratiques dans les États membres.

En complément du financement apporté au capital-risque et aux PME dans le cadre du plan d'investissement pour l'Europe, la Commission présentera un ensemble complet de mesures destinées à promouvoir le capital-risque et le capital-investissement dans l'UE. Elle proposera notamment de modifier la législation sur les fonds EuVECA et EuSEF et de créer un ensemble de fonds de fonds paneuropéens de capital-risque et des fonds multinationaux, subventionnés par le budget de l'UE, en vue de mobiliser des capitaux privés. Cet ensemble complet de mesures comprendra également la promotion des meilleures pratiques en matière d'incitations fiscales.

Les pouvoirs publics peuvent également aider les établissements financiers à mettre en place des fonds d'investissement pour la croissance des entreprises, pour favoriser le financement en fonds propres des PME. Les États membres devraient échanger leurs meilleures pratiques en la matière, afin que le plus grand nombre possible de PME puisse profiter de ces dispositifs. La Commission travaillera avec les États membres et les autorités de surveillance prudentielle à soutenir l'essor de fonds d'initiative privée pour la croissance des entreprises, afin de favoriser l'apport de fonds propres aux PME.

1.3. Soutenir les PME en quête de financement

Le déficit d'information entre PME et investisseurs peut être un obstacle au financement non bancaire. Les coûts de recherche, notamment, peuvent empêcher les investisseurs potentiels de repérer et de jauger les entreprises susceptibles de les intéresser. Il conviendrait, d'une part, de faire en sorte que les petites entreprises en quête de financement soient mieux informées des possibilités que leur offre le marché et, d'autre part, de les rendre plus visibles aux yeux des investisseurs potentiels, aussi bien locaux que paneuropéens.

La première étape consisterait à signaler aux PME les possibilités de financement qui s'offrent à elles sur le marché, par un ensemble de dispositifs mis en place à l'initiative des pouvoirs publics et du marché. Pour commencer, les banques qui refusent un crédit à une

[13] Règlement (UE) nº 346/2013.

[14] Les lignes directrices de la Commission relatives aux aides d'État visant à promouvoir les investissements en faveur du financement des risques précisent à quelles conditions les États membres peuvent mettre en place des dispositifs destinés à promouvoir le capital-risque (JO C 19 du 22.1.2014, p. 4).

PME pourraient lui en préciser les raisons[15], lesquelles tiennent parfois à l'existence d'autres modes de financement plus appropriés.

L'offre de services de conseil ne cesse de se développer dans certains États membres, avec la mise en place de systèmes privés ou publics[16]. La Commission facilitera l'échange de bonnes pratiques, afin que les PME qui souhaitent se financer sur le marché disposent d'un soutien et de sources d'information fiables dans tous les États membres.

Ces infrastructures locales ou nationales de communication sur les nouvelles sources de financement pourraient devenir le socle d'un système d'information mettant en contact, à l'échelon paneuropéen, les éventuels bailleurs de fonds externes avec les PME en quête de financements. Les systèmes nationaux existants pourraient être connectés les uns aux autres de manière à rapprocher les investisseurs et les PME de toute l'Europe. Un système reliant les structures nationales préserverait la connaissance du terrain au niveau local, importante dans le secteur des PME, tout en permettant aux PME de mettre à la disposition des investisseurs, au niveau européen, un ensemble de données financières et de crédit essentielles. Une condition préalable, pour qu'un tel système apporte une valeur ajoutée, est d'assurer une comparabilité suffisante des données clés, afin que les investisseurs potentiels de toute l'UE aient une vision précise et fiable de la situation financière des PME. La participation des PME au système et la fourniture d'informations se feraient sur une base volontaire. La Commission a procédé récemment à un relevé des informations existantes[17] sur la solvabilité des PME de l'UE, qui fait apparaître une très grande disparité, lorsque l'on regarde quelles sont les informations partagées, par qui, comment et qui y a accès. L'uniformisation des données de crédit sera favorisée par la mise en ligne, en 2018, de la nouvelle base de données AnaCredit de la BCE sur les prêts aux entreprises.

La Commission proposera une stratégie globale pour lever les barrières à l'information qui empêchent les PME de trouver les opportunités de financement, et les investisseurs potentiels, les opportunités d'investissement; à cet effet:

- **elle collaborera avec les fédérations bancaires européennes et les organisations professionnelles pour structurer le retour d'information à fournir par les banques qui rejettent des demandes de crédit de PME;**

- **elle collaborera également avec le réseau Entreprise Europe pour recenser dans toute l'UE les capacités de conseil et de soutien disponibles au niveau local ou national, afin de promouvoir les bonnes pratiques en matière d'orientation des PME susceptibles de bénéficier d'autres sources de financement;**

- **en s'appuyant sur les travaux conduits par la BCE et dans les États membres, elle étudiera les moyens de développer ou de soutenir les systèmes d'information paneuropéens reliant entre eux les systèmes nationaux afin de mettre en contact les PME en quête de financement et les bailleurs de fonds, et prendra éventuellement des mesures en ce sens.**

---

15 Comme l'exige l'article 431, paragraphe 4, du règlement sur les exigences de fonds propres.

16 Citons entre autres Aktiespararna (Suède), le Médiateur du crédit (France), Better Business Finance (Royaume-Uni), Investomierz (Pologne), Industrie- und Handelskammern (Allemagne).

17 Voir le Rapport sur la stabilité et l'intégration financières européennes d'avril 2015, chapitre 7.

1.4. Les fonds de prêts

Les grands investisseurs institutionnels et les fonds de placement peuvent investir dans des entreprises de taille moyenne ou leur accorder directement des prêts (parfois en partenariat avec une banque), ce qui permet de diversifier encore l'intermédiation de crédit et d'accroître les possibilités de financement. Selon certaines estimations, fin 2014, plus de 350 transactions avaient été conclues en à peine plus de deux ans par 36 prêteurs alternatifs. Le volume des transactions réalisées par des fonds de prêts directs en Europe a augmenté de 43 % entre 2013 et 2014. On dénombre actuellement 40 fonds de prêts directs en activité (contre 18 en 2012), et 81 autres fonds nouveaux sur le marché, qui comptent lever quelque 70 milliards d'euros[18]. À l'avenir, ils pourraient constituer une source importante de crédit non bancaire.

Les fonds EuVECA et les fonds européens d'investissement à long terme (ELTIF)[19] peuvent octroyer des prêts dans une certaine mesure. Certains États membres ont également créé dans leur législation nationale des régimes sur mesure encadrant les conditions d'octroi de prêts par les fonds d'investissement alternatifs. De ce fait, les fonds actifs dans plusieurs États membres doivent se conformer à plusieurs réglementations différentes dans le cadre de leur activité de prêt. Clarifier le cadre réglementaire à appliquer aux fonds de prêts pourrait faciliter leur développement transfrontière, tout en garantissant leur réglementation appropriée du point de vue de la protection des investisseurs et de la stabilité financière.

La Commission s'emploiera, avec les États membres et les autorités européennes de surveillance, à évaluer la nécessité d'une approche coordonnée de l'octroi de prêts par des fonds et l'opportunité d'un futur cadre réglementaire de l'UE.

1.5. Placements privés

Les entreprises européennes se disent de plus en plus intéressées par le recours au «placement privé» pour lever des capitaux (surtout à partir de 20 millions d'euros), c'est-à-dire par l'émission de titres de dette auprès d'investisseurs institutionnels ou d'autres investisseurs avertis. Ce canal de financement concerne un nombre restreint d'investisseurs et de catégories d'investisseurs et fait donc l'objet d'exigences réglementaires moins lourdes[20]. Les placements privés en Europe ont augmenté de près de 30 % en 2014, puisqu'ils sont passés de 13 milliards d'euros en 2013 à 17 milliards d'euros en 2014[21]. Toutefois, les entreprises européennes ont levé un volume encore plus important de fonds dans le cadre de placements privés sur les marchés américains. En outre, le placement privé européen se limite à un petit nombre de pays. Toutes ces considérations permettent de penser que ce canal de financement peut encore se développer en Europe. Par le passé, la Commission a pu établir que son développement se heurtait à un manque de normalisation des procédures et de la documentation. Elle soutient donc pleinement les travaux de l'International Capital Market Association (ICMA)[22] et du système allemand des *Schuldscheine*[23] sur ces questions et elle

---

18 Source: AIMA, *Financing the Economy: The role of alternative asset managers in the non-bank lending environment*, mai 2015.

19 Règlement relatif aux fonds européens d'investissement à long terme, PE-CONS 97/14 du 20.3.2015.

20 52 % des opérations de placement privé, à l'exclusion de celles réalisées sur le marché allemand des *Schuldscheine*, sont cotées. Source: S&P First European Private Placement League Table, 2015.

21 Source: S&P.

22 L'ICMA a publié en février 2015 un guide du placement privé paneuropéen en entreprise (*Pan-European Corporate Private Placement Guide*). Ce guide encourage l'utilisation de la documentation standard mise au point par la Loan Market Association (régie par le droit britannique) et par le groupe de travail Euro-PP Working Group (régi par le droit français). Cette initiative ne concerne que la dette d'entreprise.

s’efforcera de s’inspirer des meilleures pratiques et de les promouvoir dans l’ensemble de l’Union par des initiatives appropriées.

[23] Le secteur allemand des assurances, par exemple, a mis au point un système simple, reconnu par la BaFin (l’autorité fédérale allemande de surveillance du secteur financier), qui permet aux assureurs de calculer facilement un ensemble prédéterminé d’indicateurs financiers de la solvabilité et d’évaluer le respect des exigences de capital pour les investissements de placement privé.

2. FAIRE EN SORTE QUE LES ENTREPRISES PUISSENT PLUS FACILEMENT ENTRER EN BOURSE ET Y LEVER DES CAPITAUX

L'offre publique d'instruments de dette ou de fonds propres est le mode de financement principal des grandes et moyennes entreprises qui souhaitent lever plus de 50 millions d'euros. Ces émissions permettent d'atteindre un maximum de bailleurs de fonds et offrent une porte de sortie aux fonds de capital investissement et aux *business angels*. Elles sont indispensables aux entreprises de taille moyenne à forte croissance qui souhaitent s'imposer sur la scène internationale. À titre d'exemple, les sociétés cotées sur l'AIM[24] ont affiché en moyenne une hausse de 37% de leur chiffre d'affaires et de 20 % de leurs effectifs dans l'année qui a suivi leur introduction en bourse[25]. Des marchés boursiers performants sont donc un maillon essentiel de la chaîne de financement.

Bien qu'ils se soient beaucoup développés ces dernières décennies, les marchés européens d'actions et de titres de dette accusent encore du retard par rapport à ceux des autres économies développées. Il existe en outre de très grandes disparités entre les États membres de l'UE, en partie dues au fait que les entreprises n'ont pas toutes la même taille ni les mêmes besoins de financement, sans compter celles qui préfèrent rester dans le giron familial[26]. Cela étant, la consultation sur l'union des marchés des capitaux a aussi mis en évidence le sentiment assez répandu que l'environnement réglementaire de l'UE ne favorise peut-être pas le développement de ces canaux de financement. Ainsi, selon les estimations du récent rapport de la task-force de l'UE sur les introductions en bourse, pour les offres publiques initiales d'un montant inférieur à 6 millions d'euros, les droits d'admission à la cote représentent à eux seuls entre 10 % et 15 % du montant de l'opération. À titre de comparaison, pour les opérations plus importantes (de 50 à 100 millions d'euros), ces droits sont de l'ordre de 5 % à 8 %[27]. À l'heure actuelle, pour de nombreuses PME, ces droits d'admission (et les frais ultérieurs liés à la cotation) l'emportent sur les avantages d'une introduction en bourse[28]. Une réduction des coûts d'admission permettrait donc à un plus grand nombre d'entreprises de se procurer des capitaux en bourse[29].

Pour les entreprises en quête de financement, l'accès aux marchés boursiers passe d'abord par l'établissement d'un prospectus. Les prospectus sont des documents requis par la législation, qui fournissent toutes les informations sur une société dont les investisseurs ont besoin pour décider en connaissance de cause s'ils vont investir ou non. Les exigences en matière de prospectus ont été harmonisées afin de permettre une comparaison des opportunités d'investissement dans toute l'UE. Ils n'en restent pas moins coûteux et lourds à produire, surtout pour les PME, et comptent généralement plusieurs centaines de pages. Ils peuvent aussi s'avérer complexes et beaucoup trop détaillés pour les besoins des investisseurs, qui

---

24 Le système multilatéral de négociation consacré aux PME de la Bourse de Londres.

25 *Improving the market performance of business information services regarding listed SMEs* (améliorer l'utilité pour le marché des services d'information sur les PME cotées), ECSIP Consortium, 2013.

26 En 2009, plus de 60 % des entreprises européennes étaient des entreprises familiales. Source: Commission européenne, rapport final du groupe d'experts intitulé *Overview of family-business-relevant issues: research, networks, policy measures and existing studies* (Aperçu des questions relatives aux entreprises familiales: recherche, réseaux, mesures politiques et études existantes).

27 Rapport de l'UE sur les introductions en bourse, établi par la task-force sur les introductions en bourse en Europe (European Issuers, EVCA et FESE), 23 mars 2015.

28 Rapport Demarigny «Un Small Business Act du droit boursier européen», mars 2010.

29 Selon une étude récente d'Oxera, le coût moyen, pour les investisseurs, de la recherche d'informations sur un investissement est de 58 dollars aux États-Unis, contre 430 euros dans l'Union européenne.

peuvent avoir du mal à y repérer les informations déterminantes pour leur décision d'investissement.

La Commission modernisera la directive sur les prospectus[30]. L'idée est d'actualiser les dispositions précisant dans quels cas un prospectus est requis, de simplifier les obligations d'information et le processus d'approbation et de créer un régime d'établissement du prospectus et d'accès aux marchés des capitaux véritablement proportionné pour les PME. La Commission examinera également les moyens d'aider les PME à entrer en bourse grâce à des structures européennes de conseil, telles que la plateforme européenne de conseil en investissement.

Au-delà du prospectus, l'appel public à l'épargne présente toute une série d'autres difficultés. Les marchés de croissance des PME prévus par la directive MiFID II offriront aux nouvelles entreprises, à partir de 2017, un tremplin pour se préparer à une éventuelle cotation sur un marché plus important. La création de ce marché dédié pourrait être particulièrement favorable à l'essor de marchés locaux ou à l'émergence de nouveaux émetteurs. Pour que ces places spécialisées profitent pleinement à l'union des marchés des capitaux, la Commission veillera, dans le cadre de la mise en œuvre de la directive MiFID II, à ce que les règles qui les régissent assurent un juste équilibre entre une protection suffisante des investisseurs et la nécessité d'éviter toute charge administrative inutile.

Les investisseurs peuvent être attirés par les possibilités de rendement et de diversification qu'offre l'accès à des PME à forte croissance sur des marchés ouverts au public. Mais ils peuvent aussi être découragés par la rareté des sources d'information et la faible liquidité de ces marchés[31]. Il ressort des réponses aux consultations que deux des principaux problèmes rencontrés par les PME qui souhaitent entrer en bourse sont le manque d'attention que leur portent les analystes financiers[32] et le surcroît d'information qu'elles doivent fournir. La plupart des PME admises sur des systèmes multilatéraux de négociation ne publient leurs informations financières que sur la base des normes comptables nationales, ce qui, en raison des problèmes de comparabilité qui en résultent, est susceptible de ne pas suffire à répondre aux besoins des investisseurs internationaux. Elle étudiera aussi avec l'International Accounting Standards Board (IASB) la possibilité d'une solution comptable sur mesure, et d'adoption volontaire, que les entreprises admises sur les marchés de croissance des PME pourraient utiliser.

La Commission passera en revue les obstacles réglementaires qui freinent l'admission en bourse des petites entreprises et coopérera étroitement avec les nouveaux marchés de croissance des PME prévus par MiFID II pour adapter l'environnement réglementaire de ces marchés d'incubation aux objectifs.

Pour les grandes entreprises, l'émission d'obligations est un mécanisme essentiel pour se financer par la dette à plus grande échelle. À la faveur de taux d'intérêt historiquement bas, le

---

30 Dans le cadre du programme pour une réglementation affûtée et performante (REFIT) de la Commission, qui vise à simplifier et réduire la charge réglementaire.

31 Voir l'étude de la Commission: http://ec.europa.eu/growth/tools-databases/newsroom/cf/itemdetail.cfm?item_id=7562&lang=en&title=Improving-the-market-performance-of-business-information-services-regarding-listed-SMEs

32 À titre d'exemple, APG a déclaré que 50 % des PME cotées sur Euronext Amsterdam, Bruxelles, Paris et Lisbonne ne faisaient l'objet d'aucune analyse financière et que 16 % n'étaient suivies que par un seul analyste.

volume total des émissions d'obligations en euros par des sociétés non financières a presque doublé entre 2008 et 2014, pour atteindre 340 milliards d'euros[33].

Malgré ce volume record d'émissions primaires, certains acteurs du marché se disent préoccupés par la faible liquidité des marchés secondaires, qui complique la revente et le rachat de ces instruments. Une liquidité limitée pourrait se traduire par une hausse des primes d'illiquidité et des coûts d'emprunt. Si les conditions de crédit devaient se détériorer, certaines entreprises pourraient rapidement avoir des difficultés à accéder aux marchés de la dette.

La Commission examinera le fonctionnement des marchés d'obligations d'entreprises de l'UE en se concentrant sur les moyens d'améliorer la liquidité du marché, l'impact potentiel des réformes réglementaires, l'évolution du marché et l'uniformisation volontaire des documents d'offre.

La mise en place d'un système consolidé de publication, à partir de 2017 pour les actions et à partir de 2018 pour les instruments financiers assimilés, comme l'exige la directive MiFID II, contribuera à donner aux régulateurs et aux acteurs du marché une meilleure vision de celui-ci, ce qui devrait rendre les marchés des capitaux de l'UE plus attractifs pour les investisseurs. La Commission continuera de suivre l'évolution de la situation dans ce domaine.

Les différences de traitement fiscal constatées pour divers instruments financiers peuvent empêcher les entreprises de se financer de façon optimale sur les marchés des capitaux. La dette bénéficie en effet d'un traitement fiscal préférentiel du fait de la déductibilité des paiements d'intérêts, au détriment des autres instruments financiers, et en particulier des instruments de fonds propres. La correction de ce biais fiscal encouragerait l'investissement par apport en capital et renforcerait les fonds propres des entreprises. De plus, les avantages en termes de stabilité financière sont évidents, les entreprises étant d'autant moins vulnérables aux chocs qu'elles disposent d'une assise financière solide, un constat qui s'applique tout particulièrement aux banques.

Dans le cadre plus large des travaux menés sur l'assiette commune consolidée pour l'impôt sur les sociétés (ACCIS), sur laquelle une nouvelle proposition sera élaborée en 2016, la Commission examinera les moyens de remédier au biais fiscal en faveur de la dette.

[33] Source: Bloomberg.

3. INVESTIR POUR LE LONG TERME: DES INVESTISSEMENTS DANS LES INFRASTRUCTURES ET DURABLES

L'Europe a besoin d'un important volume de nouveaux investissements à long terme et durables pour maintenir et renforcer sa compétitivité et pour se convertir à une économie à faible émission de carbone et efficace dans l'utilisation des ressources. L'union des marchés des capitaux aidera les investisseurs à prendre leurs décisions d'investissement en connaissance de cause et à surveiller les risques associés.

3.1. Améliorer l'environnement d'investissement par la réglementation

Le cadre réglementaire a une incidence importante sur la prise de décision des investisseurs, en particulier pour les investissements à long terme. Les grands investisseurs institutionnels sont les fournisseurs traditionnels de tels fonds. Les entreprises d'assurance, les fonds de pension et les nouveaux fonds de dette peuvent bénéficier des flux de recettes stables provenant de dettes d'infrastructure alignées sur des passifs à plus long terme. Certaines banques aussi participent activement au financement des infrastructures, aux côtés des banques nationales de développement.

Jusqu'à peu, les investissements transfrontières dans les infrastructures étaient bridés par l'absence de véhicules généralement reconnus d'investissement et de levée de fonds. Le règlement sur les fonds européens d'investissement à long terme (ELTIF), récemment adopté et qui prendra effet en décembre 2015, crée un nouveau véhicule de financement transfrontière pour ces types de projets à long terme (notamment dans les domaines de l'énergie, des transports et des infrastructures de communication; des infrastructures industrielles et de services; et du logement). Ce règlement combine les avantages du passeport transfrontière à la possibilité de lever des capitaux à long terme auprès d'investisseurs plus petits (régimes de retraite locaux, municipalités, régimes de retraite d'entreprise, etc.), y compris les investisseurs de détail[34]. Il permettra aux gestionnaires d'actifs d'offrir aux investisseurs l'accès à un éventail beaucoup plus large d'actifs, notamment des actifs d'infrastructure, que ce que permettait le cadre réglementaire antérieur. Le traitement fiscal que les différents pays réserveront aux fonds ELTIF étant important pour leur succès, la Commission invite instamment les États membres à leur appliquer le même régime qu'aux dispositifs nationaux similaires.

L'un des principaux problèmes en termes de réglementation est l'absence de méthode de calcul distincte et bien calibrée des fonds propres réglementaires que les investisseurs institutionnels devraient détenir en couverture de leurs investissements dans des infrastructures. La Commission proposera une définition des investissements dans les infrastructures qui offrent des flux de trésorerie à long terme prévisibles et dont les risques peuvent être dûment identifiés, gérés et suivis par les assureurs. Cette définition commune permettra de traiter les infrastructures comme une catégorie d'actifs spécifique et d'apporter les ajustements requis au cadre réglementaire.

[34] Les gestionnaires agréés en vertu de la directive sur les fonds d'investissement alternatifs et domiciliés dans l'UE peuvent gérer ces fonds de manière à investir dans des actifs à long terme, illiquides ou difficiles à placer, tels que les projets d'infrastructure ou les PME, qui ont besoin d'un financement stable sur un certain nombre d'années. En contrepartie, ces actifs sont susceptibles d'offrir une «prime d'illiquidité» plus élevée ou des rendements plus stables, ce qui compense le fait que les fonds investis ne sont plus disponibles avant une date définie.

Les banques continuent à jouer un rôle majeur dans la fourniture et le montage de prêts pour des projets d'infrastructure. En juillet 2015, la Commission a publié un document de consultation concernant l'impact potentiel du règlement[35] et de la directive[36] sur les exigences de fonds propres (CRR et CRD IV) sur les prêts bancaires à l'économie, qui analyse aussi les exigences de fonds propres applicables aux banques pour les financements à long terme et aux infrastructures. L'objectif est de mieux comprendre l'incidence qu'ont les nouvelles règles en matière de fonds propres sur le financement des infrastructures et sur les autres investissements qui contribuent à une croissance durable à long terme.

Pour faciliter le financement des investissements dans les infrastructures et des investissements durables à long terme en Europe, la Commission propose de revoir certains calibrages du cadre Solvabilité II, afin d'appliquer aux entreprises d'assurance un traitement réglementaire qui reflète mieux le risque lié aux investissements dans des infrastructures et des fonds ELTIF. Elle achèvera le réexamen de la CRR et modifiera le calibrage des expositions sur les infrastructures, s'il y a lieu.

3.2. Soutenir l'investissement à long terme et le financement des infrastructures

Du fait de l'ampleur de la crise et de la nature de la reprise, l'économie de l'UE accuse un déficit d'investissement considérable dans les infrastructures. La Banque européenne d'investissement (BEI) estime que l'UE pourrait avoir besoin d'investir d'ici 2020 jusqu'à 2 000 milliards d'euros au total dans ses infrastructures[37]

Les investisseurs institutionnels et les autres investisseurs privés peuvent jouer un rôle d'autant plus important dans le financement des infrastructures que ces investissements peuvent se prévaloir de rendements stables et d'un historique de crédit relativement bon[38]. Il semblerait d'ailleurs que ces investisseurs cherchent de plus en plus à investir dans des projets d'infrastructure. Pour les projets à long terme les plus ambitieux et les plus porteurs de changement, l'intervention des pouvoirs publics est souvent nécessaire pour amorcer le processus[39].

Dans le cadre du plan d'investissement pour l'Europe, le Fonds européen pour les investissements stratégiques (FEIS) permettra de mobiliser, entre 2015 et 2017, 315 milliards d'euros d'investissements supplémentaires dans l'UE, dont 240 milliards d'euros seront consacrés aux projets d'infrastructures et d'innovation. Un portail européen de projets d'investissement permettra aux promoteurs de projets basés dans l'UE d'entrer en contact avec des investisseurs potentiels et de leur faire part de leurs projets d'investissement et de leurs idées, tandis qu'une plateforme européenne de conseil en investissement (EIAH) servira de guichet unique pour obtenir avis et conseils en vue d'un investissement dans des infrastructures de l'UE.

---

35 Règlement (UE) n° 575/2013.

36 Directive 2013/36/UE.

37 Voir le document de travail de la BEI n° 2013/02, *Private Infrastructure Finance and Investment in Europe* (Financement privé dans les infrastructures et investissement privé en Europe), p. 11.

38 Selon une étude internationale de Moody's sur les taux de défaut et de recouvrement entre 1983 et 2012, le taux de défaut cumulé sur 10 ans est de 6,6 % pour le secteur des infrastructures, c'est-à-dire moins que pour les projets financés par prêt bancaire. De plus, même en cas de défaut, le taux de recouvrement des prêts aux infrastructures est lui aussi élevé (jusqu'à 80 %).

39 En 2013, par exemple, l'investissement en infrastructures publiques dans l'UE-28 s'est chiffré à 450 milliards d'euros au total, dont 90 % d'investissements publics et environ 10 % d'investissements privés (partenariats public-privé compris); BEI, document de travail 2013/02, p. 7.

Le nouveau Fonds européen pour les investissements stratégiques (FEIS), dont l'intervention se combinera, lorsque cela sera possible, à celle des Fonds structurels et d'investissement européens (fonds ESI), offre tout un éventail de solutions de partage des risques et de financement grâce à des instruments financiers novateurs tels que des plateformes ou des fonds d'investissement. L'utilisation de structures de fonds d'investissement, y compris sous la forme de fonds ELTIF pouvant lever des capitaux auprès des investisseurs de détail, ou de plateformes d'investissement dans le cadre du FEIS, permettra de combiner des ressources publiques et privées et d'améliorer le couple risque-rendement.

En ce qui concerne le FEIS, la Commission et la Banque européenne d'investissement (BEI) fourniront des orientations sur les exigences que doivent respecter les structures de co-investissement pour pouvoir bénéficier d'un soutien du Fonds. En outre, la plateforme EIAH fournira une assistance technique aux investisseurs qui envisagent d'utiliser de telles structures. Par ailleurs, la Commission est disposée à travailler avec des investisseurs privés en vue de rassembler les ressources de l'UE et celles du secteur privé de manière à augmenter les financements disponibles pour les investissements dans les infrastructures et la croissance durable.

3.3. Orienter les financements vers les investissements dans la viabilité environnementale

Des marchés financiers performants peuvent aider les investisseurs à prendre des décisions d'investissement en connaissance de cause et à analyser et mesurer les risques à long terme et les opportunités entourant la transition vers une économie durable et respectueuse du climat. Cette réorientation des investissements peut contribuer à la réalisation des objectifs en matière de climat et d'énergie à l'horizon 2030 et au respect des engagements pris par l'UE concernant les objectifs de développement durable. En particulier, les obligations environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) récemment apparues peuvent contribuer à orienter les capitaux vers des investissements durables. En 2014, les émissions d'obligations vertes ont connu une croissance exponentielle: 35 milliards d'euros, contre 8 milliards d'euros en 2013 et moins de 1 milliard d'euros en 2012. La croissance rapide de ce marché est favorisée par une standardisation, à l'initiative du marché, qui tient compte des critères de sélection des projets élaborés par les institutions financières internationales telles que la Banque mondiale, la BEI et la Banque européenne pour la reconstruction et le développement (BERD). Les acteurs du marché développent également des lignes directrices volontaires, les «*Green Bond Principles*», pour promouvoir la transparence et l'intégrité dans le développement du marché des obligations vertes et clarifier ce qui constitue une obligation «verte». La Commission continuera de suivre et d'encourager l'évolution des investissements dans les obligations ESG et évaluera la nécessité d'établir des normes européennes pour les obligations vertes, afin qu'il soit bénéfique aux investisseurs de prendre des décisions d'investissement s'inscrivant davantage dans une approche durable et à long terme.

3.4. Appel à contributions sur le cadre réglementaire existant

S'appuyant sur un consensus international en la matière, l'UE a pris des mesures essentielles pour rétablir la stabilité financière et la confiance du public dans le système financier. Il importe que la législation de l'Union respecte un juste équilibre entre la réduction des risques et le soutien à la croissance et ne crée pas involontairement de nouveaux obstacles. C'est pourquoi, parallèlement au présent plan d'action, la Commission lance un réexamen complet du vaste corpus législatif financier adopté en réponse à la crise financière, pour en mesure l'impact global et en vérifier la cohérence. Le but de ce réexamen est d'évaluer la cohérence d'ensemble du cadre en vigueur. Compte tenu des différents actes législatifs adoptés ces

dernières années et de leurs nombreuses interactions, il existe un risque que leur impact global ait des conséquences non souhaitées, qu'un examen de chaque législation sectorielle prise isolément ne mettrait pas en évidence. La cohérence réglementaire et la sécurité juridique sont déterminantes pour les décisions des investisseurs. Si des éléments clairs viennent justifier certaines modifications spécifiques et ciblées, l'amélioration de l'environnement dans lequel évoluent les investisseurs et la réalisation des objectifs de l'union des marchés des capitaux pourraient en être facilitées.

En s'appuyant sur les travaux du Parlement européen et d'organismes internationaux tels que le Conseil de stabilité financière et le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, la Commission lance aujourd'hui un appel à contributions pour mieux appréhender les interactions entre les règles et l'effet cumulé des réformes financières sur l'environnement d'investissement.

4. FAVORISER L'INVESTISSEMENT INSTITUTIONNEL ET DE DETAIL

L'union des marchés des capitaux vise à assurer une meilleure utilisation de l'épargne européenne, en rapprochant plus efficacement épargnants et emprunteurs et plus généralement en améliorant les performances économiques de l'Union[40]. Un renforcement de la confiance et de la sécurité juridique des investisseurs pourra les aider à prendre les bonnes décisions. Il est largement admis qu'en raison de l'augmentation de l'espérance de vie et des évolutions démographiques, les investisseurs de détail doivent épargner plus pour leur retraite. Dans le même temps, de nombreux investisseurs institutionnels, dans un environnement où les taux d'intérêt sont faibles, ne trouvent pas suffisamment d'investissements dont les rendements soient suffisamment élevés pour leur permettre d'honorer leurs engagements.

4.1. Investisseurs de détail

Aujourd'hui en Europe, les investisseurs de détail ont d'importantes économies sur leurs comptes bancaires, mais participent moins directement aux marchés des capitaux que par le passé. La détention directe d'actions par les ménages européens est passée de 28 % en 1975 à 10-11 % depuis 2007 [41] , et la part des investisseurs de détail, rapportée à l'ensemble des actionnaires, a diminué de plus de moitié depuis les années 1970. Pour encourager les investisseurs de détail à épargner par l'intermédiaire des marchés de capitaux, il faut des marchés financiers concurrentiels qui permettent aux clients de comparer les produits et de trouver les instruments d'épargne qui leur conviennent le mieux à des prix compétitifs. Afin de promouvoir une plus grande transparence des produits de détail, la Commission demandera aux autorités européennes de surveillance, en vertu de l'article 9 des règlements qui les instituent, de travailler sur la transparence des produits de retraite et des produits de détail à long terme et d'analyser leur performance nette réelle et les frais appliqués.

Avant la fin de 2015, la Commission publiera un livre vert sur les services financiers et les assurances de détail visant à recueillir l'avis des parties prenantes, d'une part, sur la manière d'élargir le choix et l'offre transfrontière de produits financiers de détail et de renforcer la concurrence dans ce secteur et, d'autre part, sur les effets du passage aux services financiers numériques.

Les investisseurs de détail n'achetant qu'occasionnellement des produits d'investissement, il leur est difficile de se familiariser suffisamment avec les marchés des capitaux[42]. S'il appartient avant tout au secteur financier de redonner confiance aux investisseurs de détail dans les marchés des capitaux, la réglementation et le contrôle prudentiel peuvent aider à définir les «règles du jeu».

Une condition préalable, pour que les investisseurs de détail soient incités à retourner sur les marchés financiers, est de leur assurer une meilleure information et de meilleurs conseils. La transparence est une première étape. Il conviendrait de fournir des informations utiles et de haute qualité, comparables et transparentes pour tous les produits d'investissement, y compris en ce qui concerne leurs caractéristiques essentielles (coût, rendements attendus et risques).

---

[40] Par exemple: voir le rapport Oliver Wyman (2012), *The real financial crisis: why financial intermediation is failing*; Rapport de la task force sur les introductions en bourse, *Rebuilding IPOs in Europe*, 23 mars 2015.

[41] OEE, IODS (2012): *Who owns the European economy? Evolution of the ownership of EU listed companies between 1970 and 2012*.

[42] En 2013, 35 % seulement des investisseurs de détail avaient confiance dans le respect des règles de protection des consommateurs par les prestataires de services d'investissement. Commission européenne (2013), Enquête sur les marchés, 2010-2013.

Ces dernières années, l'Union a nettement amélioré les obligations d'information, et ce, dans tous les secteurs. De nouvelles obligations d'information ont été instaurées par différentes mesures législatives[43]. Certaines de leurs modalités d'application sont encore en cours d'élaboration et entreront progressivement en vigueur dans les années à venir. Pour que les récentes réformes législatives atteignent leurs objectifs, il serait utile de réaliser une évaluation complète de l'efficacité de ces nouvelles obligations déclaratives, ce qui permettrait d'en vérifier la cohérence, d'identifier d'éventuels doubles emplois et failles, et fournirait au besoin une base pour la rationalisation des exigences.

Pour mieux mobiliser l'épargne par l'intermédiaire des marchés des capitaux, les investisseurs de détail devraient aussi pouvoir accéder facilement à un éventail de produits d'investissement adaptés et rentables, ainsi qu'à des services de conseil indépendants et d'un coût abordable. Certaines réponses à la consultation ont souligné qu'à l'heure actuelle, les investisseurs de détail ne recevaient qu'une faible contrepartie pour les risques plus élevés qu'ils assument lorsqu'ils investissent via les marchés, en raison de l'importance des frais de distribution et d'intermédiation. Les dispositions de la directive MiFID II, du règlement sur les produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance (PRIIPS) et de la directive sur la distribution de produits d'assurance (IDD) modifient en profondeur les règles qui régissent le conseil en investissement et les informations à fournir sur les produits. La transition vers la distribution en ligne de produits d'investissement et l'émergence de nouvelles solutions de technologie financière représentent une opportunité de développer de nouveaux services de conseil et des plateformes de distribution en ligne en «libre accès». Il faudra veiller à ce que ces changements s'accompagnent d'un examen critique des solutions d'investissement proposées aux investisseurs de détail et des résultats obtenus.

La Commission réalisera une évaluation d'ensemble des marchés européens des produits d'investissement de détail, y compris leurs circuits de distribution et les services de conseil en investissement, en mettant à contribution des experts du domaine. Cette évaluation visera à déterminer les moyens d'améliorer le cadre stratégique et les canaux d'intermédiation, de façon à ce que les investisseurs de détail puissent accéder dans des conditions loyales et avantageuses à des produits adaptés à leurs besoins. Elle examinera comment le cadre stratégique devrait évoluer pour pouvoir profiter des nouvelles possibilités offertes par les services en ligne et la technologie financière.

Dans un contexte d'allongement de la durée de vie, de tensions budgétaires au niveau national et de faiblesse durable des taux d'intérêt, les ménages européens qui souhaitent placer au mieux leur épargne pour dûment préparer leur retraite[44] se heurtent à un certain nombre de difficultés. C'est pourquoi la Commission soutient la mise en place de plans d'épargne individuels et collectifs pour la retraite, en complément des régimes publics de retraite.

Le système financier de l'Union doit aider les particuliers à se constituer eux-mêmes une épargne pour leur retraite, notamment par des mesures visant à favoriser les plans de retraite individuels («troisième pilier») et à lever les obstacles à leur développement.

---

[43] Directive 2014/91/UE; règlement (UE) n° 1286/2014; directive 2014/65/UE; directive sur la distribution d'assurance (IDD), 10747/15; directive 2009/138/CE et proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil relatif à la déclaration et à la transparence des opérations de financement sur titres [COM(2014) 40 final].

[44] *The 2015 Pension Adequacy Report: current and future income adequacy in old age in the EU* (rapport 2015 sur l'adéquation des retraites), à paraître.

À l'heure actuelle, il n'existe pas de véritable marché unique pour les régimes de retraite du «troisième pilier». La disparité des règles européennes et nationales empêche le plein développement d'un grand marché concurrentiel de la retraite individuelle[45]. Du fait de la fragmentation du marché, les promoteurs de plans de retraite individuels ne sont pas en mesure de maximiser les économies d'échelle, de diversifier leurs risques et d'innover, ce qui limite le choix et augmente les coûts pour les particuliers qui épargnent pour leur retraite. Un plan européen de retraite individuel facultatif pourrait servir de modèle réglementaire, basé sur un niveau approprié de protection des consommateurs, que les promoteurs de plans de retraite pourraient choisir d'utiliser pour commercialiser des produits dans l'ensemble de l'Union Un marché européen plus étendu de produits de retraite relevant du «troisième pilier» améliorerait aussi l'approvisionnement en fonds des investisseurs institutionnels et les investissements dans l'économie réelle.

La Commission étudiera l'opportunité d'établir un cadre stratégique pour la mise en place d'un marché européen de produits d'épargne retraite individuels simples, rentables et compétitifs et déterminera si une législation européenne est nécessaire à cette fin.

4.2. Investisseurs institutionnels

Les investisseurs institutionnels, notamment les entreprises d'assurance vie et les fonds de pension, sont des investisseurs à long terme naturels. Or, au cours des dernières années, ils se sont désengagés des investissements dans les entreprises et les projets à long terme. La part des actions détenues par les entreprises d'assurance et les fonds de pension est passée de plus de 25 % de la capitalisation boursière de l'Union en 1992 à 8 % à la fin de 2012[46]. À l'heure actuelle, la majeure partie de leur portefeuille est généralement constituée d'un éventail relativement restreint d'actifs. L'Union devrait aider les investisseurs institutionnels à s'exposer aux actifs à long terme et aux PME, tout en continuant à gérer leurs actifs de manière saine et prudente.

La réglementation prudentielle, par le calibrage des exigences de fonds propres, a une incidence sur l'appétit des investisseurs institutionnels pour certains actifs plutôt que pour d'autres. La Commission proposera des calibrages plus sensibles au risque pour les investissements dans les infrastructures et les fonds ELTIF (voir chapitre 3) ainsi que dans les produits de titrisation simples et transparents (voir chapitre 5). Au-delà de ces mesures, il ressort aussi des réactions à la consultation que le traitement prudentiel, dans Solvabilité II, du capital-investissement et des placements privés de dette entrave les investissements dans ces catégories d'actifs.

La Commission évaluera si des changements sont nécessaires et, le cas échéant, préparera des modifications qui pourraient être proposées dans le cadre du réexamen de Solvabilité II.

La part des fonds d'investissement dans les marchés boursiers de l'UE est passée de moins de 10 % dans les années 1990 à 21 % en 2012. Ces fonds détiennent aussi, depuis quelques

[45] Le document de consultation de l'AEAPP sur la création d'un produit paneuropéen standardisé d'épargne retraite individuelle, publié le 3 juillet 2015, fournit une vue d'ensemble de l'état actuel des marchés et du cadre réglementaire.

[46] Source: Rapport final: *Who owns the European economy? Evolution of the ownership of EU-Listed companies between 1970 and 2012*, Observatoire de l'épargne européenne et Insead OEE Data Services, août 2013.

années, une part croissante des obligations d'entreprises. Ils comptent parmi les investisseurs transfrontières les plus actifs, mais la fragmentation du marché reste un problème majeur pour le secteur européen de la gestion d'actifs. De nombreux participants à la consultation ont fait valoir que différents facteurs limitaient l'activité transfrontière de ces fonds, notamment un traitement fiscal discriminatoire, des exigences nationales divergentes concernant leur commercialisation et les charges de notification transfrontière. L'élimination des obstacles injustifiés inciterait les gestionnaires à commercialiser davantage leurs fonds dans d'autres pays de l'Union et réduirait les coûts pour les investisseurs.

La Commission recueillera des données sur les principales entraves à la distribution transfrontière des fonds d'investissement. Il peut notamment s'agir du caractère disproportionné des règles de commercialisation, des frais et des autres obligations administratives imposés par les pays d'accueil, ainsi que de leur environnement fiscal. Sur la base des données recueillies, la Commission s'emploiera à supprimer les principales entraves, si nécessaire en légiférant.

5. EXPLOITER LA CAPACITE DES BANQUES A SOUTENIR L'ENSEMBLE DE L'ECONOMIE

Les banques, en tant que prêteurs à un large pan de l'économie et en tant qu'intermédiaires sur les marchés des capitaux, joueront un rôle central dans l'union des marchés des capitaux et pour l'économie européenne en général. Les banques ont un solide ancrage local et une bonne connaissance du terrain; aussi l'emprunt bancaire restera-t-il, pour de nombreuses petites entreprises, l'une des principales sources de financement. Pour les autres entreprises, l'accès aux prêts bancaires reste important pour la diversification de leur financement. Par conséquent, parallèlement à ses travaux sur l'union des marchés des capitaux, la Commission réexamine actuellement la réglementation bancaire afin d'assurer le meilleur équilibre possible entre gestion des risques et soutien à la croissance[47].

Pour les entreprises plus petites, de solides réseaux locaux sont un soutien essentiel à la croissance. Il existe, dans certains pays de l'Union, des coopératives de crédit, au sein desquelles les PME peuvent se financer mutuellement sans but lucratif. Ces coopératives de crédit peuvent également faciliter l'échange de savoir-faire entre leurs membres. L'application d'une réglementation bancaire complexe peut parfois représenter un obstacle disproportionné pour les coopératives de crédit et les autres établissements coopératifs à but non lucratif qui sont au service des PME. C'est particulièrement le cas pour les petites coopératives dont la vocation principale est de recueillir des fonds auprès de leurs membres et de les redistribuer entre eux, auquel cas les risques pour l'ensemble du système financier au sens large restent limités.

Les coopératives de crédit, dans certains États membres, sont déjà exemptées des exigences réglementaires imposées par la directive CRD. Afin de garantir des conditions de concurrence équitables, tous les États membres devraient pouvoir profiter de coopératives de crédit soumises à des mesures réglementaires nationales en adéquation avec les risques qu'elles présentent. Dans cette optique, la Commission étudiera la possibilité, pour tous les États membres, d'agréer des coopératives de crédit exerçant leur activité en dehors du champ d'application des règles de l'UE en matière d'exigences de fonds propres applicables aux banques.

La titrisation peut accroître l'offre des crédits et réduire le coût du financement. En tant qu'instrument de financement, elle peut contribuer à une bonne diversification de la base de financement. En tant qu'important outil de transfert de risque, elle permet aussi d'améliorer l'efficacité du capital et d'aligner l'allocation du risque avec la demande.

Au lendemain de la crise, l'activité des marchés de la titrisation de l'Union reste nettement en retrait, en conséquence des inquiétudes concernant le processus de titrisation et les risques encourus. Bien que les failles aient principalement concerné les titrisations adossées à des prêts *subprime* américains[48], la réponse réglementaire qui a suivi s'est appliquée à toutes les titrisations. Il n'est pas question de revenir sur les réformes conduites au niveau de l'Union pour remédier aux risques que posent les titrisations très complexes et opaques. Mais il est important de relancer la titrisation, comme mécanisme efficace de financement de l'ensemble de l'économie et de diversification des risques. Dans le cadre du plan d'investissement, la

[47] http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/long-term-finance/docs/consultation-document_en.pdf

[48] Au plus fort de la crise, les produits de titrisation notés AAA les moins performants de l'UE ont fait défaut dans 0,1 % des cas. À titre de comparaison, les produits équivalents aux États-Unis ont fait défaut dans 16 % des cas. Les titrisations européennes plus risquées (notées BBB) ont également obtenu de très bons résultats, les moins performantes ayant fait défaut dans 0,2 % des cas au plus fort de la crise. Le taux de défaut des titres américains notés BBB a quant à lui atteint 62 %. Source: ABE.

Commission fournit déjà un soutien financier aux opérations de titrisation. Les nouvelles propositions législatives adoptées aujourd'hui iront plus loin. Elles permettront de mieux différencier des autres les produits simples, transparents et standardisés, afin de donner confiance aux investisseurs et de réduire les exigences de diligence. S'appuyant sur l'avis de l'ABE, la Commission proposera également des exigences prudentielles plus appropriées pour les investissements réalisés par les banques et les entreprises d'assurance dans de tels produits. Cet ensemble de mesures devrait permettre aux banques de dégager des capacités dans leur bilan et accroître ainsi leur capacité de prêt à l'économie en général, tout en contribuant à établir une base d'investisseurs plus pérenne.

La Commission publie aujourd'hui une proposition de cadre de l'Union européenne pour les opérations de titrisation simples, transparentes et standardisées (STS), avec de nouveaux calibrages des exigences prudentielles de fonds propres applicables aux banques dans le cadre du CRR. Dès que le cadre STS aura été adopté, des calibrages équivalents suivront pour les assureurs, par une modification de l'acte délégué Solvabilité II, visant à y intégrer les critères STS.

En outre, dans certains États membres, les obligations garanties jouent un rôle particulièrement important comme instrument de financement. Cependant, le marché des obligations garanties reste actuellement fragmenté selon les frontières nationales. La disparité des cadres législatifs et des pratiques de surveillance des États membres qui se sont spécifiquement dotés d'une législation sur les obligations garanties limite, en effet, les possibilités de normalisation des opérations d'émission et de l'information financière. Cette disparité fait obstacle à l'approfondissement du marché et à sa liquidité et elle empêche les investisseurs, notamment transfrontières, d'y accéder aisément. Un cadre de l'Union européenne pour un marché des obligations garanties plus intégré contribuerait à réduire le coût de financement des banques qui émettent ce type d'instruments, en particulier dans certains États membres.

La Commission publie aujourd'hui une consultation sur la mise en place d'un cadre paneuropéen pour les obligations garanties, fondé sur des normes de qualité et les bonnes pratiques du marché et s'inspirant, sans pour autant les perturber, des régimes nationaux qui fonctionnent bien. La consultation visera également à recueillir le point de vue des parties intéressées sur l'utilisation de structures analogues pour favoriser les prêts aux PME.

6. FACILITER L'INVESTISSEMENT TRANSFRONTIERE

Malgré les avancées importantes réalisées ces dernières décennies vers la création d'un marché unique des capitaux, nombre d'obstacles existant de longue date et aux racines profondes entravent encore les investissements transfrontières. Certains trouvent leur origine dans le droit national (en matière d'insolvabilité, de valeurs mobilières ou de sûretés), d'autres sont liés à l'infrastructure du marché, au régime fiscal applicable ou à l'instabilité de la réglementation, qui nuit à la prévisibilité des règles régissant les investissements directs. Le partage transfrontière des risques au sein de l'Union s'est réduit depuis le début de la crise, et les investissements venant de l'extérieur de l'UE ont également diminué sur la même période.

La suppression de certains de ces obstacles de longue date qui dissuadent les investisseurs de diversifier géographiquement leur portefeuille procurerait des avantages importants aux entités qui cherchent à lever des fonds, aux investisseurs et à l'économie de l'Union dans son ensemble. Une plus grande intégration des marchés de capitaux de l'UE rendrait aussi les États membres de l'UE plus attractifs pour les investisseurs de pays tiers.

6.1. La sécurité juridique et l'infrastructure de marché au service de l'investissement transfrontière

L'existence d'infrastructures de post-marché sûres et efficaces est essentielle pour garantir le bon fonctionnement des marchés des capitaux. Une préoccupation exprimée très fréquemment dans les réponses à la consultation est que la propriété des titres ne peut actuellement être déterminée avec toute la sécurité juridique requise lorsque l'émetteur et l'investisseur se situent dans des États membres différents et/ou que les titres sont détenus par des établissements financiers d'États membres différents. Or ces situations sont de plus en plus fréquentes. De nombreux répondants au livre vert ont appelé à l'adoption de dispositions précisant quel droit national s'applique, pour toute opération transfrontière sur titres. La Commission prévoit en conséquence de renforcer les règles en vigueur en la matière et d'en étendre la portée. Il est d'autant plus important de moderniser la législation que l'on s'attend à ce que les opérations transfrontières sur titres se développent avec le lancement de la plateforme TARGET2-Titres (T2S).

En outre, les différences de traitement national de l'opposabilité des cessions de créances[49] font qu'il est compliqué d'utiliser ces instruments en tant que sûreté transfrontière et que le risque des investissements sous forme de prêt est difficile à apprécier pour les investisseurs. Cette insécurité juridique fait obstacle à des opérations financières importantes sur le plan économique, comme les opérations de titrisation, qui nécessitent une solide gestion des sûretés.

La Commission conduira rapidement des travaux ciblés sur l'incertitude entourant la propriété des titres. Sur la base d'une nouvelle consultation et d'une nouvelle analyse d'impact, la Commission proposera également des règles uniformes pour déterminer avec toute la sécurité juridique requise quel droit national régit l'opposabilité d'une cession de créance.

La législation adoptée par l'Union au cours des dernières années, et notamment le règlement sur l'infrastructure du marché européen (EMIR)[50], le règlement sur les dépositaires centraux

[49] Lorsque le créancier initial transfère sa créance à autrui.

[50] Règlement (UE) n° 648/2012.

de titres (CSDR)[51] et la directive révisée sur les marchés d'instruments financiers (MiFID II), a levé bon nombre d'obstacles à la compensation et au règlement transfrontières des opérations sur titres. Toutefois, avec l'entrée en vigueur encore à venir de nombreuses dispositions et la récente mise en place de la plateforme unique de règlement Target2-Titres, le paysage du post-marché connaît actuellement d'importants bouleversements. Ces changements induisent une restructuration des infrastructures de post-marché tout en encourageant les pratiques de marché innovantes, notamment dans le domaine de la gestion des sûretés. Il faut exercer un suivi sur les marchés pour veiller à ce que la législation reste en phase avec cette évolution des pratiques, mais aussi, parallèlement, à ce que le système de post-marché ne perde pas en sûreté ni en efficacité.

En dépit de ces avancées, des obstacles demeurent, qui nuisent à l'efficacité de la compensation et du règlement transfrontières – dont certains déjà mis en évidence dans le rapport Giovannini[52] il y a plus de dix ans. Beaucoup de ces obstacles découlent des divergences entre droits nationaux de l'insolvabilité et de la propriété, notamment dans le domaine de la propriété de titres, la définition de la nature juridique de l'actif étant très différente d'un pays à l'autre. Ces différences peuvent être source d'insécurité quand il s'agit de savoir qui possède un titre donné en cas de défaillance et qui jouit de droits préférentiels en cas d'insolvabilité. Or sur des questions aussi fondamentales, l'insécurité est synonyme d'importants risques juridiques, en ce qui concerne, par exemple, l'opposabilité des sûretés, et peut menacer la résilience du règlement transfrontière et les flux de sûretés.

Pour renforcer l'efficacité et la résilience des systèmes de post-marché et des marchés des sûretés, la Commission fera plus généralement le point sur les progrès réalisés dans la suppression des obstacles à la compensation et au règlement transfrontières des opérations sur titres pointés par le rapport Giovannini, à la suite de la mise en œuvre de la législation récemment adoptée et des évolutions qu'a connues l'infrastructure de marché.

6.2. Supprimer les obstacles nationaux à l'investissement transfrontière

Pour garantir la libre circulation des capitaux et des conditions de concurrence équitables, il est primordial de mettre en œuvre, d'appliquer et de faire respecter le cadre législatif et en matière de surveillance de manière cohérente. Maintenant que l'Union a mis en place un nombre important de dispositions financières pour faciliter l'investissement transfrontière, la priorité doit être de veiller à ce qu'elles soient dûment mises en œuvre et respectées. Les obstacles peuvent trouver leur origine dans le droit national ou dans les pratiques administratives. Certains sont liés à une surenchère réglementaire nationale par rapport aux règles minimales édictées par l'Union, tandis que d'autres peuvent découler d'une application divergente de ces règles. D'autres encore résultent de mesures adoptées par les autorités nationales dans des domaines dans lesquels l'Union n'a pas légiféré ou qui demeurent une compétence nationale.

Pour les obstacles auxquels d'autres mesures, y compris la convergence des pratiques de surveillance, ne permettent pas de remédier, la Commission engagera avec les États membres un dialogue visant à identifier ces obstacles et à définir une approche collaborative pour les démanteler. La Commission entend:

[51] Règlement (UE) n° 909/2014.

[52] http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/second_giovannini_report_en.pdf

- constituer un réseau de 28 points de contact nationaux et engager avec ceux-ci des discussions bilatérales sur les possibilités d'une action au niveau national pour lever les obstacles existants;

- établir de bonnes pratiques et élaborer des tableaux de bord, des recommandations et des lignes directrices, fondés sur le travail du réseau.

La Commission, en collaboration avec les États membres, recensera les obstacles nationaux injustifiés à la libre circulation des capitaux, découlant, entre autres, du droit national et d'une mise en œuvre insuffisante du «règlement uniforme» (corpus de règles uniformes adoptées dans le secteur financier) ou d'un manque de convergence dans son interprétation, et s'efforcera de supprimer ces obstacles au bon fonctionnement de l'union des marchés de capitaux; elle publiera un rapport à ce sujet avant la fin de 2016.

La convergence des procédures d'insolvabilité et de restructuration garantirait une plus grande sécurité juridique pour les investisseurs transfrontières et encouragerait la restructuration en temps utile des entreprises en difficulté financière, mais néanmoins viables. Les répondants à la consultation ont largement souligné qu'en raison à la fois de l'inefficacité et de la divergence des droits nationaux de l'insolvabilité, les investisseurs avaient du mal à évaluer le risque de crédit, notamment dans un contexte d'investissement transfrontière.

Le rapport *Doing Business* 2015 de la Banque mondiale classe les pays sur une échelle de 0 à 16 en fonction de la solidité de leur cadre d'insolvabilité. La moyenne simple de l'Union est de 11,6, ce qui est inférieur de 5 % à la moyenne de l'OCDE pour les pays à hauts revenus (12,2). Certains États membres ont un score inférieur à 8.

En 2014, la Commission a publié une recommandation[53] relative à une nouvelle approche en matière de défaillances et d'insolvabilité des entreprises, qui encourage les États membres à ne pas attendre pour engager une procédure de restructuration et à offrir une seconde chance aux entrepreneurs. Cette recommandation établit des principes communs pour les procédures d'insolvabilité nationales applicables aux entreprises en difficulté et définit des mesures destinées à réduire la durée et le coût des procédures pour les PME (par exemple, l'utilisation de formulaires types et de moyens de communication à distance). S'il est clair que la recommandation a fourni un éclairage utile aux États membres ayant entrepris de réformer leur droit de l'insolvabilité, une évaluation conduite par la Commission montre qu'elle n'a été que partiellement mise en œuvre, y compris dans les États membres en question[54].

La Commission présentera des propositions législatives dans le domaine de l'insolvabilité des entreprises, y compris la restructuration précoce et la seconde chance, en s'appuyant sur l'expérience tirée de la recommandation. Cette initiative visera à supprimer les principaux obstacles à la libre circulation des capitaux, en s'inspirant des régimes nationaux qui fonctionnent bien.

Le régime fiscal applicable est également un paramètre de grande importance dans les décisions d'investissement transfrontière. Deux obstacles fiscaux à l'investissement

---

53 C(2014) 1500 final du 12.3.2014.

54 *Evaluation of the implementation of the Recommendation on a new approach to business failure and insolvency* (Évaluation de la mise en œuvre de la recommandation relative à une nouvelle approche en matière de défaillance et d'insolvabilité des entreprises) (http://ec.europa.eu/justice/civil/commercial/insolvency/index_en.htm)

transfrontière ont été identifiés comme particulièrement problématiques dans le contexte de l'union des marchés des capitaux. Tout d'abord, de nombreux investisseurs soulignent qu'ils se trouvent actuellement pénalisés, lorsqu'ils investissent dans un autre pays, par l'application d'une retenue locale à la source, dont il est quasiment impossible d'obtenir le remboursement et qui vient s'ajouter à l'impôt qu'ils acquittent dans leur propre pays. Le problème découle de la divergence des approches nationales en matière de retenue à la source et de la complexité des procédures de demande d'exonération. Ensuite, l'imposition potentiellement discriminatoire des fonds de pension et des compagnies d'assurance vie constitue un autre obstacle à l'investissement transfrontière.

Pour encourager les États membres à adopter des systèmes d'exonération à la source des retenues à la source et à mettre en place des procédures de remboursement rapides et normalisées, la Commission s'efforcera de promouvoir les meilleures pratiques et élaborera, en concertation avec les États membres, un code de conduite sur les principes de l'exonération de retenue à la source. Elle mènera également une étude sur les obstacles fiscaux discriminatoires aux investissements transfrontières des entreprises d'assurance vie et des fonds de pension et, s'il y a lieu, elle engagera des procédures d'infraction.

Par ailleurs, quelque 200 traités bilatéraux d'investissement sont actuellement en vigueur entre les États membres. Or ces «TBI intra-UE» réservent des traitements divers aux investissements transfrontières dans le marché unique et sont incompatibles avec le droit de l'Union. La Commission a récemment engagé une procédure judiciaire contre ces TBI intra-UE. Elle étudiera avec les États membres la nécessité de prendre de nouvelles mesures afin de donner plus de garanties aux investisseurs transfrontières et, ce faisant, de renforcer l'attrait du marché unique en tant que destination d'investissement.

6.3. Promouvoir la stabilité financière et la convergence de la surveillance

En favorisant la diversification des canaux de financement, l'union des marchés des capitaux contribuera à accroître la résilience du système financier de l'UE[55]. Il faut néanmoins rester vigilant face aux risques pour la stabilité financière qui peuvent émerger sur les marchés des capitaux. Au cours des dernières années, l'UE a mis en œuvre un ensemble de réformes pour rendre les marchés des capitaux plus transparents, mieux régulés et plus solides. Elle a notamment réduit les risques sur les marchés des produits dérivés par le règlement EMIR, instauré des règles de négociation plus transparentes et plus sûres dans le cadre de la directive MiFID et adopté une directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs pour soumettre ces types de fonds à régulation. D'autres réformes sont en cours: le règlement sur les opérations de financement sur titres[56], la proposition sur les fonds du marché monétaire et la proposition législative à venir sur le redressement et la résolution des défaillances des contreparties centrales. Les travaux menés par le Conseil de stabilité financière (CSF) visent prioritairement à appréhender les vulnérabilités liées aux entités qui s'engagent dans des activités de type bancaire sur les marchés des capitaux et à y remédier. En effet, une approche

[55] Discours de M. V. Constâncio, vice-président de la Banque centrale européenne.

[56] Comme indiqué dans le règlement sur les opérations de financement sur titres, à l'issue des travaux conduits par les instances internationales compétentes, et avec l'aide de l'AEMF, de l'ABE et du CERS, la Commission présentera au Parlement européen et au Conseil, en 2017, un rapport sur l'avancée des efforts internationaux tendant à atténuer les risques liés à ces opérations, qui rendra aussi compte de la recommandation du CSF d'appliquer une décote aux opérations de financement sur titres non compensées centralement et évaluera son caractère approprié ou non pour les marchés européens.

réglementaire globale permettra à la fois de soutenir la stabilité financière et de faciliter les investissements transfrontières.

La Commission coopérera avec le CSF ainsi qu'avec les autorités européennes de surveillance et le CERS pour évaluer les risques que les financements de marché pourraient faire peser sur la stabilité financière. Les analyses qu'elle mènera viseront notamment à mieux appréhender les problèmes de liquidité du marché et d'interconnexions au sein du système financier et à apprécier s'il conviendrait d'élaborer de nouveaux instruments macroprudentiels. Elle apportera au cadre macroprudentiel toute modification nécessaire dans le contexte de la révision à venir du CERS.

En matière de surveillance, la consultation a donné lieu à des retours positifs sur l'architecture que l'UE a établie en 2011 à la suite de la crise financière. Mais si des progrès ont été accomplis avec la mise en place du système européen de surveillance financière et du «règlement uniforme», les répondants à la consultation soulignent l'importance d'assurer la convergence des pratiques de surveillance ainsi que la cohérence de la mise en œuvre et de l'application de la législation de l'UE sur les services financiers – un impératif que met également en avant le rapport des cinq présidents sur l'achèvement de l'Union économique et monétaire.

La législation des marchés des capitaux adoptée ces dernières années confère un rôle important aux autorités européennes de surveillance, dans un certain nombre de domaines. Néanmoins, les réponses à la consultation appelaient en particulier l'AEMF à jouer un plus grand rôle dans la convergence des pratiques des autorités de surveillance en matière de régulation des marchés des capitaux et d'information financière et à veiller à l'application cohérente du règlement uniforme dans l'ensemble de l'UE. Les efforts déployés ces dernières années pour mettre en place un «règlement uniforme» pour les marchés des capitaux devraient déboucher sur une plus grande intégration et une efficacité accrue de ces derniers. Le renforcement de l'intégration financière devrait toutefois s'accompagner d'efforts accrus de la part de l'AEMF pour assurer la cohérence des résultats de la surveillance prudentielle dans l'ensemble de l'Union, y compris en matière de comptabilité, afin de garantir le bon fonctionnement du marché intérieur. L'AEMF pourrait s'attacher davantage à recenser, soutenir et promouvoir les meilleures pratiques, afin de garantir l'efficacité des techniques de surveillance des États membres et des résultats comparables dans l'ensemble de l'UE. Dans ce contexte, elle devrait faire un usage plus systématique et plus efficace des instruments à sa disposition, notamment les évaluations par les pairs thématiques et par pays.

La Commission travaillera avec l'AEMF à l'élaboration et à la mise en œuvre d'une stratégie visant à renforcer la convergence en matière de surveillance et à recenser les domaines dans lesquels une approche plus intégrée permettrait d'améliorer le fonctionnement du marché unique des capitaux. Elle l'aidera aussi à renforcer l'efficacité de ses examens par les pairs thématiques et par pays. Elle publiera en 2016 un livre blanc sur la gouvernance et le financement des autorités européennes de surveillance.

L'union des marchés des capitaux est, par excellence, un projet de marché unique qui doit profiter à l'ensemble des 28 États membres. Pour que les marchés des capitaux puissent libérer tout leur potentiel, la Commission élaborera, par l'intermédiaire de son service d'appui à la réforme structurelle, une stratégie pour apporter une assistance technique aux États membres ayant besoin de renforcer des capacités spécifiques de leur marché des capitaux.

6.4. Faciliter les investissements internationaux

Pour que les marchés des capitaux de l'UE prospèrent, il faudra qu'ils soient ouverts et compétitifs à l'échelle mondiale, et capables d'attirer de nouveaux investissements dans des produits de dette et de fonds propres de la part d'investisseurs internationaux. En éliminant les coûts juridiques et administratifs des opérations transfrontières et en renforçant la cohérence des résultats de la surveillance prudentielle dans l'ensemble de l'Europe, l'union des marchés des capitaux accroîtra l'attrait que présentent, aux yeux des investisseurs internationaux, les marchés des capitaux de l'Union. Compte tenu de la dimension mondiale des marchés des capitaux, l'union des marchés des capitaux doit tenir compte du contexte mondial dans son ensemble et faire en sorte que les marchés européens des capitaux continuent de faire partie intégrante du système financier international. La Commission continuera à travailler en étroite collaboration avec les États membres de l'UE et les pays tiers au sein des enceintes internationales, telles que le CSF et l'Organisation internationale des commissions de valeurs mobilières (OICV), pour que soient élaborées des politiques convergentes qui soutiennent le développement des marchés mondiaux des capitaux. En outre, la Commission cherchera à établir des cadres de coopération avec les pays tiers clés dans le domaine de la réglementation des services financiers, pour renforcer l'intégration des marchés des capitaux.

La politique internationale de commerce et d'investissement de l'UE a un rôle important à jouer pour encourager les investissements internationaux. Les accords internationaux en matière de commerce et d'investissement libèrent les mouvements de capitaux, régulent l'accès au marché et l'investissement, y compris pour la fourniture de services financiers, et peuvent permettre de garantir un niveau adéquat de protection et des conditions de concurrence équitables pour les investisseurs. La Commission poursuivra aussi sa participation aux travaux internationaux sur la libre circulation des capitaux, y compris dans le cadre des codes OCDE de la libération des mouvements de capitaux.

7. PROCHAINES ETAPES ET SUIVI

Le présent plan d'action énonce les mesures à prendre en priorité pour encourager l'investissement dans tous les États membres et dans l'ensemble de l'UE et pour renforcer le lien entre l'épargne et la croissance. Pour préparer les mesures proposées, la Commission organisera des consultations appropriées et une analyse d'impact des différentes options envisagées pour atteindre les objectifs.

Ces mesures ne pourront être adoptées et mises en œuvre avec succès sans un effort soutenu et concerté. C'est un projet qui intéresse l'ensemble des 28 États membres, et la Commission travaillera en étroite concertation avec eux et avec le Parlement européen pour le faire avancer.

Pour imprimer d'emblée une dynamique, elle annonce dès aujourd'hui des propositions concrètes, qui seront bientôt suivies d'autres propositions, et en premier lieu, un train complet de mesures sur les titrisations, avec un recalibrage du CRR, une définition des infrastructures et des calibrages révisés dans Solvabilité II, et une proposition de révision de la directive sur les prospectus. Dans d'autres domaines, il sera peut-être nécessaire de poursuivre les consultations avec les parties intéressées. Parallèlement, sur des questions telles que la fiscalité et les procédures d'insolvabilité, la Commission favorisera la discussion avec les États membres dans une perspective de résultats à moyen et long terme.

Le succès de l'union des marchés des capitaux dépendra aussi des acteurs du marché. Les intermédiaires financiers doivent jouer leur rôle en redonnant à leurs clients confiance dans les marchés européens des capitaux. Le présent plan d'action prévoit de laisser certaines initiatives au marché, et la Commission invite instamment les parties concernées à les faire avancer en priorité.

La Commission poursuivra également le travail engagé pour identifier les principaux dysfonctionnements des marchés européens des capitaux et les principaux obstacles à leur approfondissement et pour déterminer la meilleure manière d'y remédier, tout en restant très vigilante en matière de protection des investisseurs et de surveillance du marché.

Outre des rapports annuels, elle préparera en 2017 un bilan complet qui servira de base pour décider de toute nouvelle mesure qui pourrait être requise.

Elle rendra compte régulièrement au Parlement européen et aux États membres des progrès accomplis.

Annexe 1: Liste des mesures et calendrier indicatif

Financer l'innovation, les start-up et les sociétés non cotées		
Soutenir le capital-risque et le financement en fonds propres	Proposition de fonds de fonds paneuropéens de capital-risque et de fonds multinationaux	T2 2016
	Révision de la législation sur les fonds EuVECA et EuSEF	T3 2016
	Étude sur les incitations fiscales en faveur du capital-risque et des *business angels*	2017
Lever les barrières à l'information empêchant l'investissement dans les PME	Étoffer le retour d'information à fournir par les banques qui rejettent la demande de crédit d'une PME	T2 2016
	Recenser dans toute l'UE les capacités de conseil et de soutien disponibles au niveau local ou national, afin de promouvoir les	2017
	Étudier les moyens de développer ou de soutenir les systèmes d'information paneuropéens	2017
Promouvoir les formes innovantes de financement des entreprises	Publier un rapport sur le financement participatif	T1 2016
	Définir une approche coordonnée de l'octroi de prêts par des fonds et évaluer l'opportunité d'un futur cadre réglementaire de l'UE en la matière	T4 2016
Faire en sorte que les entreprises puissent plus facilement entrer en bourse et y lever des capitaux		
Améliorer l'accès aux marchés boursiers	Proposition de modernisation de la directive sur les prospectus	T4 2015
	Passer en revue les obstacles réglementaires freinant l'admission des PME en bourse et sur les marchés de croissance des PME	2017
	Examiner le fonctionnement des marchés d'obligations d'entreprises de l'UE, en se concentrant sur les moyens d'améliorer leur liquidité	2017
Soutenir le financement en fonds propres	Remédier au biais fiscal en faveur de la dette, dans le cadre de la proposition législative sur l'assiette commune consolidée pour l'impôt sur les sociétés	T4 2016
Investir pour le long terme: des investissements dans les infrastructures et durables		
Soutenir les investissements dans les infrastructures	Ajuster les calibrages de Solvabilité II pour les investissements des assureurs dans les infrastructures et les fonds européens d'investissement à long terme (ELTIF)	T3 2015
	Réviser le règlement CRR pour les banques, en modifiant si nécessaire les calibrages des expositions sur les infrastructures	en cours

Assurer la cohérence du règlement uniforme de l'UE pour les services financiers	**Lancer un appel à contributions sur l'effet cumulé des réformes financières**	**T3 2015**
	Favoriser l'investissement institutionnel et de détail	
Étoffer le choix et stimuler la concurrence dans le secteur de détail	Livre vert sur les services financiers et les assurances de détail	T4 2015
Aider les investisseurs de détail à obtenir des conditions plus avantageuses	Évaluation des marchés de produits d'investissement de détail de l'UE	2018
Soutenir l'épargne retraite	Étudier l'opportunité d'un cadre stratégique pour la mise en place de plans européens de retraite individuels.	T4 2016
Offrir plus d'opportunités aux investisseurs institutionnels et aux gestionnaires de fonds	Évaluation du traitement prudentiel réservé par Solvabilité II, au capital-investissement et aux placements privés de dette Consultation sur les principales entraves à la distribution transfrontière des fonds d'investissement	2018 T2 2016
	Exploiter la capacité des banques à soutenir l'ensemble de l'économie	
Renforcer les réseaux locaux de financement	Étudier la possibilité qu'existent, dans tous les États membres, des coopératives de crédit locales ne relevant pas des règles européennes applicables aux banques en matière d'exigences de fonds propres	en cours
Développer les marchés de titrisation de l'UE	Proposition sur les titrisations simples, transparentes et standardisées (STS) et révision des calibrages des exigences de fonds propres pour les banques	T3 2015
Soutenir le financement bancaire de l'ensemble de l'économie	Consultation sur l'instauration à l'échelle de l'UE d'un cadre pour les obligations garanties et de structures similaires pour les prêts aux PME	T3 2015
	Faciliter l'investissement transfrontière	
Supprimer les obstacles nationaux à l'investissement transfrontière	Rapport sur les entraves nationales à la libre circulation des capitaux	T4 2016
Améliorer l'infrastructure de marché pour l'investissement transfrontière	Mesures ciblées concernant les règles de propriété des titres et l'opposabilité d'une cession de créance Faire le point sur les progrès accomplis dans l'élimination des obstacles mis en évidence par le rapport Giovannini	2017 2017

Promouvoir la convergence des procédures d'insolvabilité	Initiative législative sur l'insolvabilité des entreprises, visant à éliminer les principales entraves à la libre circulation des capitaux.	T4 2016
Éliminer les obstacles fiscaux transfrontières	Bonnes pratiques et code de conduite pour les procédures d'exonération à la source des retenues à la source Étude sur les obstacles fiscaux discriminatoires aux investissements transfrontières des fonds de pension et des entreprises d'assurance vie	2017 2017
Renforcer la convergence en matière de surveillance et développer les capacités des marchés des capitaux	Stratégie sur la convergence en matière de surveillance afin d'améliorer le fonctionnement du marché unique des capitaux Livre blanc sur la gouvernance et le financement des autorités Élaborer une stratégie pour apporter aux États membres une assistance technique au renforcement des capacités des marchés des capitaux.	en cours T2 2016 T3 2016
Renforcer les capacités pour préserver la stabilité financière	Revoir le cadre macroprudentiel de l'UE	2017