



Bruxelles, le 18.2.2015  
COM(2015) 63 final

## **LIVRE VERT**

### **Construire l'union des marchés des capitaux**

{SWD(2015) 13 final}

## Avant-propos

Les priorités de la Commission, celles de l'Europe, ce sont l'emploi et la croissance. Pour faire repartir la croissance en Europe, nous devons relancer l'investissement dans les entreprises et les infrastructures. Le programme d'investissement de 315 milliards d'euros permettra d'engager ce processus. Mais pour renforcer l'investissement à long terme, nous devons construire un véritable marché unique des capitaux: une union des marchés des capitaux couvrant l'ensemble des 28 États membres.

Par rapport à d'autres régions du monde, les entreprises en Europe se tournent plus volontiers vers les banques pour leur financement, et relativement moins vers les marchés de capitaux. Des marchés des capitaux renforcés joueraient un rôle complémentaire à celui des banques en tant que source de financement et permettraient:

- de mobiliser davantage d'investissements pour toutes les entreprises, notamment les PME, et pour des projets d'infrastructure;
- d'attirer dans l'Union européenne davantage d'investissements internationaux; et
- de rendre le système financier plus stable en élargissant l'éventail des sources de financement.

En substance, notre tâche est de trouver des moyens de faire le lien entre les investisseurs et les épargnants et la croissance. Une mesure unique ne suffira pas à mettre en place une union des marchés des capitaux. Il faudra une série de mesures qui, prises séparément, pourront être modestes, mais dont l'effet cumulé sera significatif. Nous devons repérer et faire tomber les barrières qui séparent l'argent des investisseurs des possibilités d'investissement et supprimer les obstacles qui empêchent les entreprises de trouver des investisseurs. Nous devons également nous doter d'un système pour l'acheminement de ces fonds — la chaîne de l'investissement — qui soit aussi efficace que possible, tant au niveau national qu'international.

Quel est l'enjeu? Voici quelques exemples illustrant les avantages potentiels. Les entreprises de taille moyenne, qui sont les locomotives de nombreuses économies, reçoivent cinq fois plus de financements sur les marchés des capitaux aux États-Unis que dans l'UE. Si nos marchés du capital-risque étaient aussi profonds que ceux des États-Unis, 90 milliards d'euros de fonds auraient été disponibles entre 2008 et 2013 pour financer les entreprises. Si le niveau des titrisations de prêts aux PME pouvait regagner — en toute sécurité — ne serait-ce que la moitié du terrain qu'il a perdu par rapport à 2007, cela pourrait représenter quelque 20 milliards d'euros de financement supplémentaire.

Il est vrai que nombre des questions en jeu — la législation en matière d'insolvabilité et en matière de titres financiers, le traitement fiscal — font l'objet de débats depuis de nombreuses années. La nécessité d'avancer sur ce front est cependant plus pressante que jamais. Il s'agit d'un projet à long terme, qui nécessitera un effort soutenu durant de nombreuses années, mais il ne faut pas pour autant renoncer à des progrès immédiats. Par conséquent, dans les mois à venir, nous allons:

- élaborer des propositions pour favoriser une titrisation de haute qualité afin de libérer suffisamment d'espace dans le bilan des banques pour qu'elles puissent octroyer de nouveaux prêts;
- réexaminer la directive «prospectus» afin que les entreprises, en particulier les petites entreprises, puissent plus facilement lever des fonds et trouver des investisseurs à l'étranger;
- lancer les travaux visant à améliorer la disponibilité de l'information sur la solvabilité des PME, afin que les investisseurs puissent investir plus aisément dans celles-ci;
- coopérer avec le secteur pour mettre en place un régime paneuropéen de placement privé afin d'encourager l'investissement direct dans les petites entreprises; et
- soutenir le recours aux nouveaux fonds européens d'investissement à long terme pour canaliser l'investissement vers les infrastructures et d'autres projets à long terme.

Ce livre vert marque le début d'une consultation qui durera trois mois. Nous souhaitons recueillir l'avis des parlementaires, des États membres, de ceux qui travaillent sur les marchés des capitaux et de tous les groupes concernés par l'emploi, la croissance et les intérêts des citoyens européens. Ces informations nous aideront à élaborer un plan d'action en vue de poser les bases d'une union des marchés des capitaux, qui sera pleinement opérationnelle d'ici 2019.

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 un sentiment grandissant de confiance permettant d'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 réaliser ce projet.

## **Section 1: Construire une union des marchés des capitaux**

Le principe de libre circulation des capitaux a été inscrit dans le traité de Rome il y a plus de cinquante ans. Faisant partie des libertés fondamentales de l'Union européenne, il devrait être au cœur du marché unique. Or, malgré les progrès accomplis, les marchés des capitaux demeurent aujourd'hui fragmentés et généralement organisés selon des contours nationaux. Après une phase d'approfondissement, le degré d'intégration des marchés financiers dans l'Union européenne a diminué depuis la crise, banques et investisseurs se repliant sur leurs marchés d'origine.

Par rapport à d'autres régions, le financement sur les marchés des capitaux est relativement peu développé en Europe. Nos marchés des actions, de la dette et autres jouent un rôle plus restreint dans le financement de la croissance, les entreprises européennes restant très dépendantes des banques, ce qui rend nos économies vulnérables en cas de resserrement du crédit bancaire. En outre, le niveau de confiance des investisseurs est insuffisant et l'épargne européenne n'est peut-être pas toujours utilisée de la manière la plus productive qui soit. Les investissements européens sont très en dessous des normes historiques et les marchés de capitaux européens sont moins compétitifs au niveau mondial.

Pour permettre un retour durable à la croissance et à la création d'emplois, il faut, parallèlement à d'autres réformes visant à améliorer l'environnement des entreprises, que les marchés des capitaux jouent un rôle plus important dans l'apport de financements à l'économie. En pratique, cela suppose de recenser et de lever les obstacles à la circulation des capitaux entre investisseurs et demandeurs de financements, qu'il s'agisse d'obstacles internes aux États membres ou d'obstacles transnationaux.

La mise en place d'une union des marchés des capitaux fait partie des initiatives clés du programme de travail de la Commission. Elle assurerait une diversification des modes de financement de l'économie et réduirait le coût du capital, surtout pour les PME. Des marchés des capitaux plus intégrés, surtout en ce qui concerne les titres de capital, augmenteraient la capacité d'absorption des chocs de l'économie européenne et permettraient de développer l'investissement sans accroître les niveaux d'endettement. Grâce à une infrastructure de marché et à des intermédiaires performants, l'union des marchés des capitaux devrait avoir pour effet d'accroître les flux financiers entre investisseurs et projets d'investissement européens, ce qui améliorera l'allocation des risques et des capitaux au niveau de l'UE et, en définitive, permettra à l'Europe de mieux résister à de futurs chocs.

C'est pourquoi la Commission s'est engagée à mettre en place, d'ici à 2019, les composantes d'une union des marchés des capitaux bien réglementée et intégrée, dont feraient partie tous les États membres, afin que toute l'économie puisse profiter au maximum des avantages que peuvent offrir les marchés de capitaux et les établissements financiers non bancaires.

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. Ces changements contribueront à réduire la dépendance à l'égard des financements bancaires, mais les banques, en tant que prêteurs à une bonne partie de l'économie et en tant qu'intermédiaires sur les marchés, resteront un acteur central au sein

de l'union des marchés des capitaux et continueront de jouer un rôle vital dans l'économie européenne.

Ces défis ne sont pas tous nouveaux, mais le besoin de croissance de l'UE fait qu'il devient urgent d'y répondre. Cette urgence nous donne aussi l'élan nécessaire pour avancer. Le présent livre vert a pour but d'ouvrir, au niveau européen et au niveau national, un débat avec les colégislateurs, les autres institutions de l'UE, les parlements nationaux et toutes les personnes intéressées, sur les mesures à prendre dans l'immédiat et à plus long terme pour atteindre ces objectifs.

Une union des marchés des capitaux n'est pas une union bancaire: l'approfondissement des marchés de capitaux passera par des mesures qui seront bien distinctes des éléments clés de l'union bancaire. Néanmoins, parce qu'elle vise à rompre le lien entre défaillances bancaires et dettes souveraines dans la zone euro, l'union bancaire fournira un socle stable sur lequel il sera possible de s'appuyer pour créer une union des marchés des capitaux regroupant tous les États membres de l'UE. De même, des marchés de capitaux bien intégrés amélioreront la résilience de l'Union économique et monétaire.

Une union des marchés des capitaux devrait reposer sur les principes fondamentaux suivants:

- maximiser les avantages que les marchés de capitaux peuvent apporter à l'économie, à l'emploi et à la croissance;
- créer un marché unique des capitaux pour l'ensemble des 28 États membres, en supprimant les obstacles aux investissements transfrontières dans l'UE et en renforçant les liens avec les marchés de capitaux mondiaux;
- partir de bases solides en termes de stabilité financière, avec notamment, pour les services financiers, un corpus unique de règles qui soit effectivement appliqué, et de manière cohérente;
- garantir aux consommateurs et aux investisseurs une protection effective; et
- contribuer à attirer des investissements du monde entier et à accroître la compétitivité de l'UE.

### 1.1 Créer une union des marchés des capitaux

La construction d'une union des marchés des capitaux est un projet de long terme. L'établissement d'un corpus de règles unique (dit «règlement uniforme») a déjà commencé, un grand nombre de réformes essentielles<sup>1</sup> étant en cours de mise en œuvre. L'approche de la Commission reposera sur une évaluation des grandes priorités, tant du point de vue de leur faisabilité que de leurs incidences probables, étayée par une analyse économique, une analyse d'impact et des consultations approfondies.

Sur la base de cette consultation, la Commission s'efforcera d'identifier les actions nécessaires pour atteindre les objectifs suivants:

---

<sup>1</sup> Comme la législation sur les marchés d'instruments financiers (MIFID II), sur les abus de marché (MAR/CSMAD), sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (directive AIFM), sur l'infrastructure des marchés financiers européens (EMIR) et sur les dépositaires centraux de titres (DCT).

- améliorer **l'accès au financement** pour toutes les entreprises de toute l'Europe (en particulier les PME) et pour les projets d'investissement tels que les infrastructures;
- **développer et diversifier les sources de financement** offertes par les investisseurs dans l'UE et partout ailleurs dans le monde; et
- rendre **le fonctionnement des marchés plus efficace et plus efficient**, en mettant les investisseurs en relation avec ceux qui ont besoin de financements à moindre coût, aussi bien au sein des États membres que par-delà les frontières.

La Commission a entrepris une vaste consultation sur la nature des problèmes, les mesures qui pourraient être prises et leur degré de priorité. Légiférer n'est peut-être pas toujours la réponse la plus adaptée à ces défis; dans bien des cas, ce sera au marché de trouver des solutions. Dans d'autres domaines, des mesures non législatives, et l'application effective des règles régissant la concurrence et le marché unique, pourraient constituer la meilleure option. La Commission soutiendra les solutions venant du marché qui sont susceptibles d'être efficaces, et les modifications réglementaires uniquement dans la mesure où elles sont nécessaires.

La suite du présent livre vert est structurée comme suit. La **section 2** décrit l'organisation actuelle des marchés de capitaux européens et propose une première analyse de certains des obstacles qui les empêchent d'être plus profonds et plus intégrés. Une analyse plus détaillée figure dans le document de travail des services de la Commission qui accompagne ce livre vert. La **section 3** regroupe des questions sur les priorités politiques qu'il est proposé, sur la base de la communication de la Commission intitulée «*Un plan d'investissement pour l'Europe*»<sup>2</sup>, de poursuivre dans l'immédiat, parmi lesquelles la mise en œuvre du règlement sur les fonds européens d'investissement à long terme (ELTIF), les titrisations de qualité, les données de crédit sur les PME, les placements privés et la révision de la directive sur les prospectus. La **section 4** vise à recueillir des avis sur les obstacles à l'accès au financement, le développement des sources de financement, les moyens d'améliorer le fonctionnement des marchés et les domaines dans lesquels les travaux entrepris pourraient se poursuivre sur la base des réponses reçues. Parmi les obstacles aux flux transnationaux de capitaux figurent par exemple des dispositions législatives en matière d'insolvabilité, de droit des entreprises, de fiscalité et de valeurs mobilières; dans chacun de ces domaines, une analyse plus approfondie et un retour d'informations sont nécessaires pour déterminer l'ampleur du problème, les solutions appropriées et le degré de priorité.

Parce qu'elle ouvrira davantage les marchés nationaux aux investisseurs, aux émetteurs et aux intermédiaires, et qu'elle favorisera ainsi la libre circulation des capitaux et le partage des meilleures pratiques, l'union des marchés des capitaux doit aussi être vue comme un moyen d'aider les marchés à se développer au niveau national. Le niveau de développement des marchés de capitaux étant inégal d'un État membre à l'autre de l'UE et les différents États membres étant confrontés à des défis spécifiques, les réponses politiques pourront nécessiter des actions sur mesure au niveau national, basées, entre autres, sur les recommandations spécifiques par pays formulées par la Commission dans le cadre du semestre européen. La Commission invite les États membres à procéder aux consultations nécessaires sur les défis spécifiques que présente le développement de leur marché des capitaux et à enrichir le débat de leurs conclusions.

---

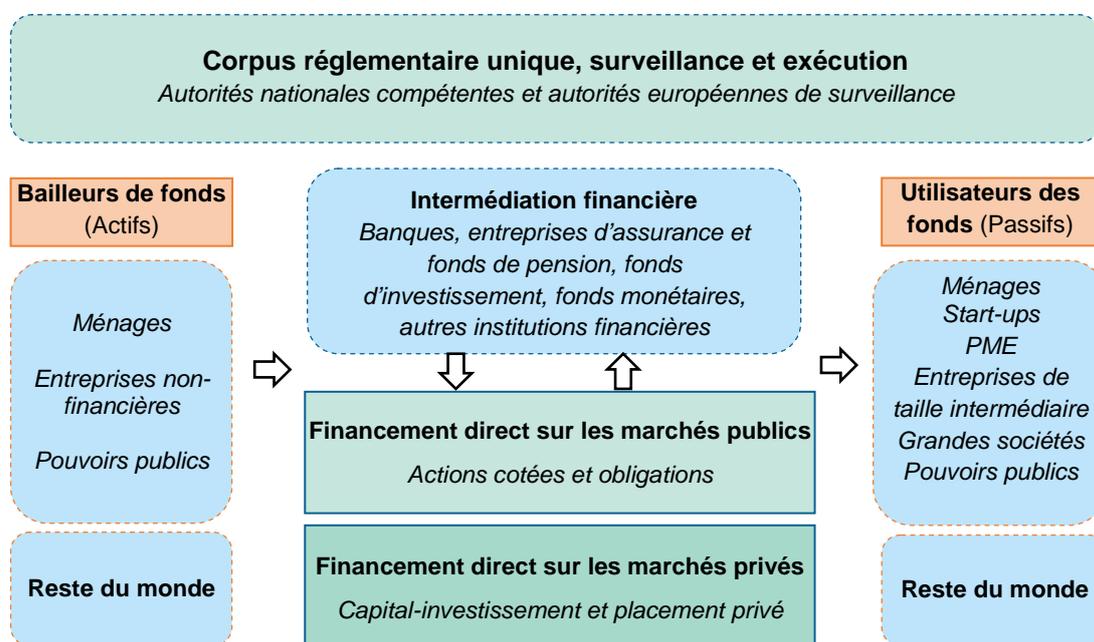
<sup>2</sup> COM(2014) 903 final du 26.11.2014.

## Section 2: Les défis actuels sur les marchés de capitaux européens

### 2.1 État actuel des marchés de capitaux en Europe

En dehors des prêts bancaires directs, les marchés de capitaux sont le principal mécanisme permettant la rencontre des investisseurs potentiels et de ceux qui cherchent un financement; ils fournissent à l'économie un éventail diversifié de sources de financement. Le graphique 1 schématise les flux de financements qui irriguent l'économie. Bien que leur principale activité soit le financement direct, les marchés de capitaux ont également des liens étroits avec les intermédiaires financiers qui assurent souvent la circulation des fonds entre épargnants et investisseurs.

**Graphique 1 Représentation schématique du rôle des marchés de capitaux dans l'ensemble du système financier**

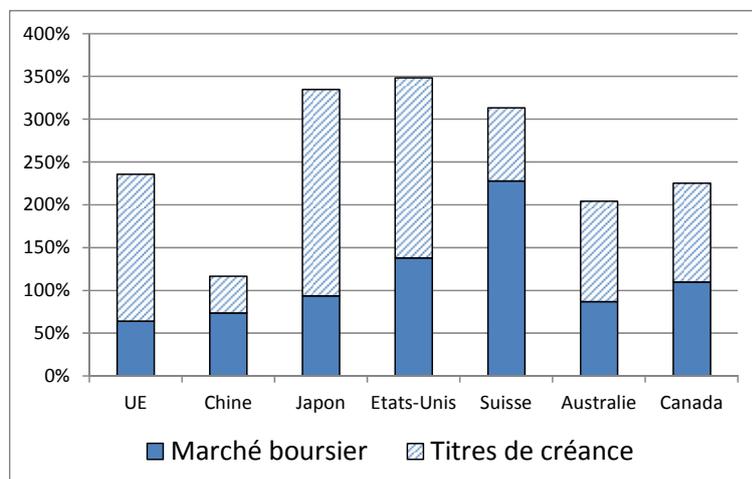


Les dernières décennies ont vu les marchés de capitaux se développer dans l'UE. La capitalisation boursière totale représentait ainsi 8 400 milliards d'EUR (environ 65 % du PIB) fin 2013, contre 1 300 milliards en 1992 (22 % du PIB). La valeur totale de l'encours de titres de créance a dépassé 22 300 milliards d'EUR (171 % du PIB) en 2013, contre 4 700 milliards (74 % du PIB) en 1992<sup>3</sup>.

Néanmoins, les marchés de l'UE sont encore très peu développés par rapport à ceux d'autres régions du monde. Ils sont près de deux fois inférieurs en taille aux marchés boursiers américains (en pourcentage du PIB) et pèsent trois fois et demie moins lourd que les marchés suisses (graphique 2).

<sup>3</sup> ECMI Statistical package 2014

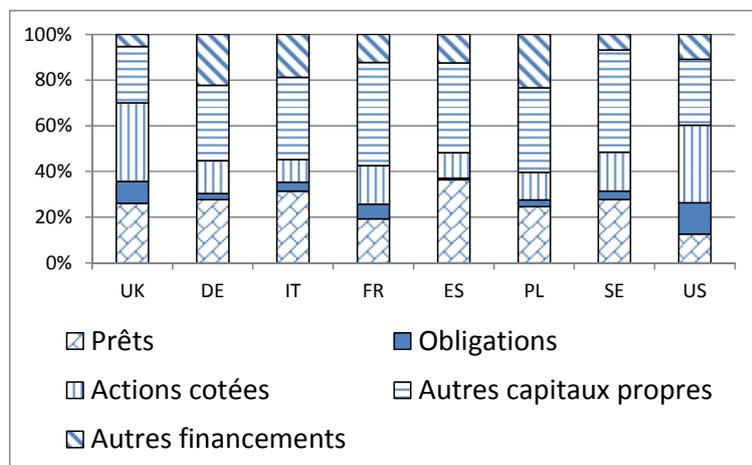
**Graphique 2: Capitalisation boursière et titres de créance (% du PIB)**



Les États-Unis disposent aussi de marchés du capital investissement environ deux fois supérieurs en volume à ceux de l'UE, et de marchés de placements privés obligataires trois fois plus importants. Le développement des marchés de capitaux est toutefois très inégal d'un État membre à l'autre de l'UE. La capitalisation boursière dépasse ainsi 121 % du PIB au Royaume-Uni, contre moins de 10 % en Lettonie, à Chypre et en Lituanie.

Source: ECMI Statistical package.

**Graphique 3: Modes de financement des entreprises (en % du passif total)**



Les entreprises européennes font traditionnellement davantage appel aux banques, les prêts bancaires jouant un rôle nettement plus important dans leur financement que l'émission de titres de créance sur le marché (graphique 3). Globalement, cette plus grande dépendance à l'égard des prêts bancaires rend l'économie européenne, et en particulier les PME, plus vulnérables en cas de resserrement du crédit bancaire, comme lors de la crise financière.

Source: Eurostat, OCDE. Remarque: les prêts incluent les prêts bancaires et les prêts interentreprises.

L'accès aux marchés de capitaux varie beaucoup en fonction du type d'entreprise et de l'État membre. Les émissions d'obligations d'entreprises non financières ont progressé de façon notable dans l'UE, en partie parce que la faiblesse des taux d'intérêt a créé des conditions de marché favorables aux émetteurs obligataires. Ces émissions sont toutefois, pour la plupart, le fait de grandes entreprises, et non de PME. De plus, les émissions obligataires se sont

concentrées sur les grandes places boursières, et non sur celles où les problèmes de financement des entreprises se posent avec le plus d'acuité.

Avant la crise, les marchés de capitaux de l'UE avaient commencé à devenir plus intégrés du point de vue de la détention transnationale d'instruments financiers, mais comme l'a révélé la crise, cette intégration découlait en partie de flux d'endettement relevant de la banque de gros et donc sujets à de brusques revirements en cas de choc. Les marchés d'actions dans l'UE restent caractérisés par un tropisme national, ce qui signifie que les risques comme les gains potentiels ne sont pas partagés d'un pays à l'autre. La détention transfrontière de titres de créance reste également en deçà de ce à quoi l'on s'attendrait sur un marché parfaitement intégré. Même les marchés nationaux les plus performants de l'UE n'atteignent pas la taille critique qui leur permettrait d'avoir plus d'investisseurs et un plus grand choix d'instruments financiers.

## 2.2 Défis et opportunités liés à la mise en place d'une union des marchés des capitaux

L'intégration et le développement des marchés de capitaux de l'UE se heurtent à différents obstacles découlant de facteurs historiques, culturels, économiques et juridiques, dont certains sont profondément ancrés et difficiles à surmonter. L'on peut par exemple citer la préférence historique des entreprises pour certains modes de financement, les caractéristiques des régimes de retraite, l'imposition de règles prudentielles et d'obstacles administratifs, certains aspects de la gouvernance des entreprises et du droit des sociétés, les lacunes en matière de données, les caractéristiques de nombreux systèmes fiscaux et le manque d'efficacité des structures de marché. Même sur les marchés de capitaux les mieux intégrés, certaines de ces différences perdureront. Pour pouvoir bénéficier de tous les avantages d'un marché unique des capitaux parfaitement intégré, il est nécessaire de résoudre les problèmes qui se posent, notamment, dans les trois grands domaines suivants.

Premièrement, du côté de la demande, l'une des priorités essentielles est d'**améliorer l'accès aux financements, y compris au capital-risque, surtout pour les PME (comme les jeunes entreprises innovantes à forte croissance)**. Cela suppose, à terme, de surmonter les problèmes d'information et de fragmentation de certains segments clés du marché et de réduire les coûts d'accès aux marchés des capitaux. De plus, le financement des projets à long terme, notamment des infrastructures, se heurte à des obstacles spécifiques.

Deuxièmement, du côté de l'offre, le développement des marchés de capitaux dans l'UE dépendra de l'attrait que les instruments des marchés de capitaux exerceront sur les flux financiers. **Stimuler l'afflux de capitaux d'investissement institutionnels et de détail** sur les marchés de capitaux favoriserait la diversification des sources de financement. Le développement des régimes de retraite professionnels et de l'épargne retraite individuelle en Europe pourrait entraîner un afflux plus important de fonds vers un éventail plus large d'investissements, via les instruments du marché des capitaux, et faciliter l'essor du financement par le marché. Une confiance accrue des investisseurs de détail dans les marchés de capitaux et les intermédiaires financiers pourrait réorienter vers les instruments du marché des capitaux une plus grande partie de l'épargne des ménages, actuellement détenue essentiellement sous la forme de patrimoine immobilier et de dépôts bancaires. Les marchés de capitaux européens y gagneraient ainsi en compétitivité et en attractivité au niveau mondial, ce qui pourrait aussi avoir un effet stimulant sur les flux d'investissements.

Troisièmement, pour qu'émergent des marchés de capitaux plus volumineux, mieux intégrés et plus profonds, il faudra aplanir les obstacles qui fragmentent les marchés et qui freinent le

développement de certains segments de marché. **Des marchés plus performants** permettraient à l'UE de bénéficier des avantages que peuvent procurer des volumes plus importants et une plus grande profondeur. Parmi ces avantages figurent une concurrence accrue, un choix plus large, une baisse des coûts pour les investisseurs ainsi qu'une répartition plus rationnelle et un meilleur partage des risques. Des marchés de capitaux plus intégrés, surtout en ce qui concerne les titres de capital, augmenteraient la capacité d'absorption des chocs de l'économie européenne et permettraient de développer l'investissement sans accroître les niveaux d'endettement. Le bon fonctionnement de ces marchés améliorera l'allocation des capitaux dans l'économie en facilitant l'entrepreneuriat, la prise de risques et l'investissement dans les infrastructures et les nouvelles technologies.

### Section 3: Priorités d'action immédiates

La Commission a recensé plusieurs domaines où la nécessité de progresser est largement reconnue et où des effets positifs pourraient rapidement se faire sentir. La présente section présente ces différentes possibilités et sollicite l'avis des personnes intéressées sur des points précis dans chaque domaine.

#### 3.1 Réduire les entraves à l'accès aux marchés de capitaux

Le prospectus est un document détaillé destiné à informer les investisseurs sur la société, sur les conditions de l'investissement et sur les risques encourus. C'est, pour les entreprises en quête de financements, un passage obligé pour accéder aux marchés de capitaux: la plupart des entreprises qui souhaitent émettre des titres de créance ou de capital doivent en produire un. Il ne doit en aucun cas constituer un obstacle injustifié à l'accès aux marchés de capitaux. La Commission **réexaminera la réglementation en vigueur en matière de prospectus, dans le cadre d'une consultation publique spécifique** lancée parallèlement au présent livre vert, afin que les entreprises (notamment les PME) puissent plus aisément lever des capitaux dans toute l'UE<sup>4</sup> et pour donner un véritable élan aux «marchés pour la croissance des PME». Ce réexamen portera sur les circonstances dans lesquelles un prospectus est nécessaire, sur la rationalisation des procédures d'agrément et sur la simplification des informations à fournir dans les prospectus.

#### 3.2 Élargir l'éventail des investisseurs accessible aux PME

Les PME ont été plus touchées que les grandes sociétés par les problèmes d'accès au financement pendant la crise. Les informations relatives aux PME sont généralement limitées et détenues par les banques; certaines PME ont les plus grandes difficultés à atteindre la base plus large des investisseurs non bancaires susceptibles de répondre à leurs besoins de financement. Une meilleure information sur la solvabilité faciliterait la mise en place d'**un marché des capitaux performant et pérenne pour les PME**. La définition d'un socle minimal commun de données comparables pour l'information financière et l'évaluation du crédit pourrait contribuer à attirer des financements vers les PME. En outre, des informations normalisées et continues sur la qualité de crédit pourraient faciliter le développement d'instruments de refinancement des prêts, par exemple par titrisation, pour les PME.

Des travaux ont été entrepris sur l'évaluation du risque de crédit (*credit scoring*), avec un large soutien des États membres. L'évaluation du risque de crédit permet d'informer les investisseurs et les prêteurs de la solvabilité des PME. Or, en Europe, environ 25 % des entreprises, et 75 % des entreprises patrimoniales, n'ont pas de cote de crédit. Les actions envisageables dans ce domaine pourraient participer à la diversification des sources de financement des jeunes entreprises innovantes ou en forte croissance. Dans un premier temps, la Commission prévoit de poursuivre ces travaux en organisant en 2015 des ateliers consacrés à l'information sur la solvabilité des PME.

#### 3.3 Mettre en place un marché pérenne pour les titrisations

La titrisation, qui consiste à regrouper des actifs, par exemple des créances hypothécaires, dans un portefeuille de titres placés ensuite auprès d'investisseurs, peut être un moyen très

---

<sup>4</sup> Dans le cadre du programme REFIT (programme pour une réglementation affûtée et performante)

efficace de transférer des risques et d'accroître la capacité de prêt des banques. Cependant, cette activité n'a pas retrouvé ses niveaux d'avant la crise, malgré les faibles taux de pertes enregistrés sur les titrisations européennes. En 2014, les titrisations n'ont représenté que 216 milliards d'EUR en Europe, contre 594 milliards en 2007<sup>5</sup>. Au niveau de l'UE, **un marché pérenne caractérisé par des titrisations de haute qualité**, reposant sur des instruments de titrisation simples, transparents et normalisés, pourrait faire le lien entre banques et marchés de capitaux.

Comme en atteste l'adoption récente d'actes délégués sur Solvabilité II et sur l'exigence de couverture des besoins de liquidité, des travaux sont déjà en cours pour définir une approche prudentielle globale et cohérente pour les titrisations simples, transparentes et normalisées. Outre ces initiatives, les banques centrales, les autorités de surveillance, les autorités nationales et les représentants du secteur privé plaident pour une approche plus globale de la relance de la titrisation dans l'UE.

Pour les investisseurs, une initiative à l'échelle de l'UE doit nécessairement garantir l'application de normes exigeantes, la sécurité juridique et la comparabilité des instruments de titrisation. Le cadre mis en place devra accroître la transparence, la cohérence et la disponibilité des informations essentielles, notamment dans le domaine des prêts aux PME, et promouvoir le développement de marchés secondaires pour faciliter les émissions de titres et les investissements. **Parallèlement au présent livre vert, la Commission lancera une consultation sur des mesures spécifiques visant à atteindre ces objectifs.**

### 3.4 Stimuler l'investissement à long terme

Les investissements dans l'UE ont considérablement chuté par rapport au pic atteint en 2007 et ils restent en-dessous des normes historiques. La Commission européenne a déjà annoncé un plan d'investissement qui libèrera au moins 315 milliards d'euros d'investissements publics et privés pour l'économie au cours des trois prochaines années au moyen du nouveau Fonds européen pour les investissements stratégiques (Fonds ESI)<sup>6</sup> et elle a publié une communication sur le financement à long terme de l'économie européenne qui définit une série de mesures visant à stimuler l'investissement. Le cadre réglementaire des fonds européens d'investissement à long terme (ELTIF), récemment finalisé, permettra aux investisseurs d'injecter de l'argent dans des entreprises et des projets d'infrastructure à long terme. Les ELTIF devraient être particulièrement intéressants pour les investisseurs tels que les compagnies d'assurance ou les fonds de pension qui ont besoin de flux de revenus réguliers ou qui visent une croissance du capital à long terme.

**Vous êtes invités à vous prononcer sur le rôle que la Commission et les États membres pourraient jouer pour soutenir l'implantation des ELTIF**, notamment l'extension éventuelle aux ELTIF d'avantages existant dans les régimes nationaux.

### 3.5 Développer des marchés européens de placements privés

Les placements privés sont pour les entreprises un moyen de lever des fonds, consistant à offrir des titres à un investisseur ou à un petit groupe d'investisseurs ailleurs que sur les marchés organisés. Ils peuvent offrir aux entreprises un meilleur rapport coût-efficacité pour

---

<sup>5</sup> SIFMA/AFME European Structured Finance Data Tables (4th Quarter 2014).

<sup>6</sup> Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur le Fonds européen pour les investissements stratégiques et modifiant les règlements (UE) n° 1291/2013 et (UE) n° 1316/2013, COM(2015) 10.

lever des fonds et **élargir les possibilités de financement** des moyennes et grandes entreprises et, potentiellement, des projets d'infrastructures.

Les entreprises européennes moyennes accèdent au marché américain des placements privés depuis de nombreuses années et elles y ont levé 15,3 milliards de dollars en 2013<sup>7</sup>. Depuis le début de la crise financière, les placements privés ont connu un succès croissant en Europe et certains États membres ont développé des marchés de placements privés. En particulier, les marchés français et allemand de placements privés ont fourni près de 15 milliards d'euros d'emprunts en 2013. Mais les différences entre les législations nationales en matière d'insolvabilité et l'absence de procédures standardisées, de documentation et d'informations sur la qualité de crédit des émetteurs constituent des obstacles au développement de marchés paneuropéens.

En tant que première étape vers la mise en place de marchés européens de placements privés, un consortium d'organismes du secteur a établi un guide sur les pratiques de marchés communes et sur des principes et des documents standardisés pour les placements privés compatibles avec la diversité des cadres juridiques. Ce guide a été publié récemment et les premières émissions devraient suivre rapidement. La Commission se félicite de cette approche conforme à une logique de marché, qui pourrait contribuer à faciliter la création prochaine d'un marché européen de placements privés.

#### **Questions**

- 1) Outre les cinq domaines prioritaires définis pour des actions à court terme, quels autres domaines devraient être prioritaires?*
- 2) Quelles mesures complémentaires concernant la disponibilité et la normalisation des **informations sur la solvabilité des PME** pourraient favoriser l'approfondissement du marché du financement des PME et des start-ups et l'élargissement de la base d'investisseurs?*
- 3) Comment soutenir les **ELTIF** afin d'encourager le recours à ces fonds?*
- 4) Quelle action de l'UE serait nécessaire pour contribuer au développement des marchés de **placements privés**, outre le soutien aux efforts issus du secteur privé en vue de convenir de normes communes?*

---

<sup>7</sup> Voir le rapport du 3<sup>e</sup> trimestre 2014 de l'ICMA.

## Section 4: Les mesures de développement et d'intégration des marchés des capitaux

Pour pouvoir bénéficier des avantages d'un marché unique des capitaux parfaitement intégré, il est nécessaire de résoudre les problèmes qui se posent, notamment, dans les trois grands domaines suivants:

- améliorer **l'accès au financement** pour toutes les entreprises de toute l'Europe (en particulier les PME) et les projets d'investissement tels que les infrastructures;
- **développer et diversifier les sources de financement** offertes par les investisseurs dans l'UE et partout ailleurs dans le monde; et
- rendre **le fonctionnement des marchés plus efficace**, en mettant les investisseurs en relation avec ceux qui ont besoin de financements plus efficaces et à moindre coût, aussi bien au sein des États membres que par-delà les frontières.

### 4.1 Améliorer l'accès au financement

Compte tenu de la taille et de l'importance des marchés des actions et des obligations, leur bon fonctionnement sera crucial pour assurer l'efficacité de l'union des marchés des capitaux et un accès au financement le plus large possible. Toutefois, il existe toutefois d'importantes frictions dans les flux de financement, en particulier pour les entreprises de petite ou moyenne taille, et pour les projets à long terme, tels que les infrastructures, qui sont essentiels pour augmenter la capacité de production et la croissance économique. Ces problèmes de financement sont particulièrement prononcés dans les États membres qui ont été les plus touchés par la crise.

Les **PME** ont toujours été essentiellement tributaires des financements bancaires. Lors de la crise, les décisions de prêt des banques sont inévitablement devenues plus sélectives, en raison à la fois des contraintes pesant sur les bilans des banques et du plus grand risque de défaillance des emprunteurs. Tandis que les marchés de capitaux peuvent compléter les banques dans les prêts qu'elles octroient aux PME, la diversité de ces dernières et le peu d'informations sur leur solvabilité font que, souvent, des prêts reposant sur la relation avec le client sont mieux adaptés.

D'autres sources de financement peuvent toutefois jouer un rôle important, en particulier pour **les start-ups et les petites entreprises à croissance rapide dans des secteurs innovants**. Ces entreprises ne disposent généralement que de flux de trésorerie faibles au départ et sont tributaires des financements externes pour développer leur activité. Le financement bancaire, ainsi que d'autres instruments financiers, comme la location-financement et l'affacturage, sont souvent difficiles d'accès ou insuffisants pour les entreprises possédant des immobilisations incorporelles significatives qui ne peuvent pas facilement être utilisées comme garanties pour obtenir des prêts bancaires.

L'accès aux marchés de capitaux est coûteux, non seulement pour les PME mais également pour les **entreprises de taille moyenne**, qui sont plus susceptibles que les PME d'emprunter sur ces marchés. Les émissions d'actions et de titres de créance sont caractérisés par des coûts fixes importants liés au devoir de diligence et aux exigences réglementaires. Parmi ces coûts, on compte ceux liés à la divulgation des informations requises par les investisseurs ou les autorités de surveillance, au respect d'autres exigences en matière de gouvernance

d'entreprise et à la demande de notations externes. En outre, les entreprises à un stade précoce de leur développement peuvent avoir un intérêt commercial à ne pas divulguer des informations détaillées sur leur plan d'entreprise. Elles peuvent être réticentes à abandonner le contrôle ou à faire face à une surveillance externe accrue. Ces aspects empêchent souvent les petites et moyennes entreprises d'accéder aux marchés publics des actions et de la dette, les dirigeant surtout vers des marchés privés moins standardisés, plus complexes et souvent plus coûteux.

**Les grandes entreprises** ont généralement une taille suffisante pour justifier les coûts fixes du recours aux marchés de capitaux et pour que chaque émission soit suffisamment significative pour attirer l'attention des souscripteurs, des investisseurs et des analystes. Toutefois, alors que l'émission d'obligations d'entreprises a augmenté sensiblement au cours de ces dernières années, compensant en partie la contraction du crédit bancaire, l'émission d'actions cotées est restée modeste en Europe. Des marchés plus efficaces et efficients permettraient de diminuer le coût de l'accès à ces marchés et profiteraient à toutes les entreprises.

Enfin, l'UE a besoin d'un nombre considérable de **nouveaux investissements dans les infrastructures** afin de maintenir sa compétitivité. Les flux de fonds vers ces projets est toutefois limité par le court-termisme, des obstacles réglementaires ainsi que d'autres facteurs. En outre, de nombreux projets d'infrastructures présentent des caractéristiques de biens publics, ce qui signifie que le financement privé à lui seul pourrait ne pas convenir pour atteindre le niveau optimal d'investissement. L'EFSI contribuera de manière significative à stimuler l'investissement dans les projets d'infrastructures<sup>8</sup>. Néanmoins, la Commission souhaite recueillir des avis sur d'autres moyens pour atteindre cet objectif.

#### *Remédier aux problèmes d'information*

En Europe, la plupart des PME ne s'adressent aux banques que pour obtenir un financement. Près de 13 % de ces demandes soient rejetées, mais c'est souvent parce qu'elles ne correspondent pas aux profils de risque souhaités par les banques, même lorsqu'elles sont viables. Les banques renvoient parfois les PME vers d'autres fournisseurs de financement mais ce n'est pas toujours le cas: il arrive que ni les banques ni les PME n'aient une connaissance suffisante de l'existence d'autres solutions. On pourrait encourager les banques à fournir un meilleur retour d'information aux PME dont les demandes de crédit ont été refusées et à sensibiliser les PME dont le crédit a été refusé à d'autres possibilités de financement.

Les normes internationales d'information financière (IFRS) ont joué un rôle essentiel dans la promotion d'un langage comptable unique dans l'UE, qui permet aux grandes entreprises de l'UE cotées en bourse d'accéder plus facilement aux marchés internationaux de capitaux. Cependant, imposer pleinement les normes IFRS aux petites entreprises, notamment à celles souhaitant accéder aux plateformes de négociation spécifique, serait source de coûts supplémentaires. L'élaboration d'une norme comptable simplifiée, commune et de haute qualité, adaptée aux sociétés cotées sur certaines plateformes de négociation<sup>9</sup> pourrait être un

---

<sup>8</sup> Dans le cadre des investissements dans les infrastructures, les fonds structurels et d'investissement européens (Fonds ESI) peuvent également jouer un rôle important, pour autant que les critères d'éligibilité applicables soient remplis.

<sup>9</sup> Telles que les systèmes multilatéraux de négociation (MTF).

pas en avant en termes de transparence et de comparabilité, et si elle est appliquée de manière proportionnée, elle pourrait rendre plus attractives les sociétés à la recherche d'investisseurs transfrontières. Une telle norme pourrait devenir une composante des marchés de croissance des PME, et être disponible pour une utilisation plus large.

La **transparence des projets d'infrastructures et des réserves de projets** pourrait augmenter leur attractivité pour les investissements privés et aider les autorités de surveillance à adopter un régime prudentiel plus adapté aux investissements dans les infrastructures. Le rapport de décembre 2014 de la task force sur l'investissement a suggéré la création d'un site web central au niveau de l'UE fournissant des liens vers les projets/réserves de projets des États membres de l'UE et contenant des informations sur les projets européens (par exemple dans le cadre du mécanisme pour l'interconnexion en Europe et des Fonds structurels et d'investissement européens). Sur la base du rapport de la task force sur l'investissement, la Commission a proposé la création d'une réserve européenne de projets d'investissement afin de faciliter l'accès des investisseurs aux informations sur les possibilités d'investissement dans l'ensemble de l'UE et de maximiser la participation des investisseurs au financement<sup>10</sup>. Un site web spécifique serait également créé, et des normes communes pour la présentation des informations seraient élaborées. La mise en place d'une telle réserve de projets s'appuiera sur les travaux qui ont déjà commencé dans certains États membres.

#### *La normalisation en tant que mécanisme de lancement des marchés*

Bien que la normalisation présente aussi des inconvénients, certains marchés peuvent être lancés avec un ensemble commun de règles de marché, en appliquant une surveillance et des règles cohérentes, ainsi que la transparence aux caractéristiques des produits. Un certain degré de normalisation peut attirer un plus grand nombre d'investisseurs et accroître la profondeur et la liquidité du marché. C'est particulièrement le cas dans les petits États membres où les marchés ne parviennent pas à atteindre une taille efficiente s'ils sont limités aux volumes de capitaux nationaux. Lorsqu'il est difficile ou peu utile de mettre en place des normes communes, les efforts politiques peuvent viser la mise en place de meilleures pratiques dans l'ensemble de l'UE afin de promouvoir le développement de certains instruments financiers.

Le développement d'un **marché européen d'obligations garanties plus intégré** pourrait contribuer au financement efficace des banques et offrir aux investisseurs un plus large éventail de possibilités d'investissement. Le succès des obligations garanties en tant qu'instruments de financement est étroitement lié à la mise en place de cadres juridiques nationaux spécifiques. La Commission mènera en 2015 une consultation sur l'intérêt potentiel et la forme possible d'un cadre européen pour les obligations garanties et présentera des options politiques en vue d'intégrer davantage les marchés d'obligations garanties, sur la base de l'expérience acquise dans les cadres nationaux. La Commission se penchera également sur la question de savoir s'il convient de fournir aux investisseurs davantage d'informations sur les garanties qui sous-tendent les obligations garanties et d'autres titres de créances structurés, sur le modèle des exigences d'information sur les prêts applicables aux instruments financiers structurés.

Malgré la récente croissance des émissions d'**obligations d'entreprises**, la situation se caractérise par de faibles niveaux de normalisation et de transparence des prix. Bien qu'au cours des dernières années, de nouvelles plateformes de négociation électronique des

---

<sup>10</sup> Voir COM(2015) 10 final, article 9.

obligations destinées à des investisseurs de détail aient vu le jour dans plusieurs États membres, le manque de normalisation est susceptible d'entraver le développement de plateformes de négociation d'obligations et d'un marché secondaire liquide. Une plus grande normalisation des émissions des titres de créances d'entreprise pourrait favoriser le développement d'un marché secondaire plus liquide pour les obligations d'entreprises. La Commission souhaiterait recueillir des points de vue sur la question de savoir s'il y a lieu d'examiner plus en détail la possibilité de développer un marché de la dette des entreprises plus standardisé, et si le meilleur moyen d'y arriver est une initiative dirigée par le secteur privé ou une intervention réglementaire.

Une autre catégorie d'investissement émergente qui pourrait élargir l'accès au financement est formée par les **investissements environnementaux, sociaux et de gouvernance d'entreprise**, comme les obligations vertes. Le produit de la vente des obligations vertes est destiné à des projets et des actions qui visent à promouvoir la durabilité en matière de climat ou d'autres aspects environnementaux. La croissance rapide de ce marché est soutenue par un processus de normalisation venant du marché et reposant sur des critères de sélection d'obligations vertes élaborés, entre autres, par la Banque mondiale, la Banque européenne d'investissement et la Banque européenne pour la reconstruction et le développement. Les acteurs du marché mettent actuellement au point des lignes directrices volontaires, appelées «Green Bond Principles» (principes relatifs aux obligations vertes), qui recommandent la transparence et visent à assurer l'intégrité lors du développement du marché des obligations vertes en clarifiant l'approche adoptée pour l'émission des obligations vertes.

#### *Faciliter le développement d'autres moyens de financement*

Alors que des mécanismes tels que le *peer to peer lending* et le financement participatif devraient, du fait de leur caractère en ligne, contribuer fortement au financement de l'économie au-delà des frontières nationales, on ne constate en pratique que peu d'activité transfrontière ou paneuropéenne en la matière. Dans le cadre du suivi de la communication sur le financement participatif<sup>11</sup>, la Commission rassemble actuellement des informations sur les approches du secteur en matière de divulgation des informations et sur les approches des États membres en matière de réglementation. Les premiers résultats montrent que la diversité des approches nationales dans ces domaines peut favoriser les activités de financement participatif au niveau local, mais elle fait que ces activités ne sont pas nécessairement compatibles entre elles dans un contexte transfrontière.

#### *Questions*

5) *Quelles autres mesures pourraient contribuer à améliorer l'accès au financement et à diriger les fonds vers ceux qui en ont besoin?*

6) *Faut-il prendre des mesures, telles que la normalisation, afin d'accroître la liquidité des marchés d'obligations d'entreprises? Dans l'affirmative, quelles mesures sont nécessaires et peuvent-elles être atteintes par le marché, ou faut-il recourir à une action réglementaire?*

7) *Outre le soutien qu'elle apporte à l'élaboration de lignes directrices par le marché, l'UE doit-elle agir pour faciliter le développement d'investissements environnementaux, sociaux et*

---

<sup>11</sup> COM(2014) 172

*de gouvernance qui soient standardisés, transparents et responsables, y compris les obligations vertes?*

*8) Est-il opportun d'élaborer une norme comptable commune au niveau de l'UE pour les petites et moyennes entreprises cotées sur les MTF? Une telle norme devrait-elle devenir une composante des marchés pour la croissance des PME? Si oui, à quelles conditions?*

*9) Existe-t-il des obstacles à la mise en place de plateformes réglementées pour le financement participatif ou peer to peer, notamment sur une base transfrontière? Si oui, comment y remédier?*

#### **4.2 Développer et diversifier l'offre de financement**

La taille des marchés des capitaux dépend en définitive des flux d'épargne vers les instruments des marchés des capitaux. Ainsi, pour être florissants, les marchés des capitaux doivent **attirer les investisseurs institutionnels, les investisseurs particuliers ainsi que les investisseurs internationaux.**

##### *Stimuler l'investissement institutionnel*

Le rôle que jouent les investisseurs institutionnels à long terme sur les marchés des capitaux s'est considérablement accru. Des obstacles réglementaires ainsi que d'autres facteurs peuvent néanmoins restreindre les flux d'investissement institutionnel vers les projets à long terme, notamment l'investissement dans les infrastructures.

Avec plus de 17 000 milliards d'EUR d'actifs sous gestion, le **secteur européen de la gestion d'actifs** joue un rôle essentiel consistant à canaliser l'argent des investisseurs vers l'économie. Ce succès est en grande partie le résultat direct du cadre régissant les fonds d'investissement en Europe. Pour les fonds de placement commun, le cadre régissant les OPCVM (organismes de placement collectif en valeurs mobilières)<sup>12</sup> constitue une norme internationale reconnue, tandis que la directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (directive AIFM)<sup>13</sup> a créé un cadre permettant aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs européens d'opérer.

Créer un fonds, en devenir le gestionnaire agréé et le commercialiser à l'étranger comporte un coût réglementaire qui est actuellement variable d'un État membre à l'autre. Réduire le coût de la création d'un fonds, et plus généralement de sa commercialisation transnationale, permettrait d'abaisser les barrières à l'entrée et créerait davantage de concurrence. Face aux nouveaux entrants, il faut également que les fonds puissent se développer et réaliser des économies d'échelle. La Commission souhaiterait recueillir des points de vue sur les mesures susceptibles d'encourager les investisseurs institutionnels à lever des montants plus importants et à les investir dans un éventail d'actifs plus large, notamment dans des projets à long terme, des start-ups et des PME.

Les secteurs **de la retraite et de l'assurance** détiennent également un montant considérable d'actifs, de l'ordre de 12 000 milliards d'EUR, pouvant contribuer à financer l'investissement. Solvabilité II<sup>14</sup>, le nouveau régime prudentiel qui s'appliquera aux **assureurs** à compter du 1<sup>er</sup>

<sup>12</sup> Directive 2014/91/UE.

<sup>13</sup> Directive 2011/61/UE modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010.

<sup>14</sup> Directive 2009/138/CE.

janvier 2016, permettra aux entreprises d'investir davantage dans des actifs à long terme en supprimant les restrictions nationales portant sur la composition de leur portefeuille d'actifs<sup>15</sup>. En outre, la Commission a veillé à ce que la formule standard de calcul des exigences de fonds propres applicables aux assureurs ne crée pas d'obstacles à l'investissement à long terme et à l'appariement des passifs à maturité longue avec les actifs à maturité longue<sup>16</sup>. Si cet effort a été bien accueilli, certains ont appelé à un traitement spécial pour les investissements dans les infrastructures, en ce qui concerne le calibrage des exigences de fonds propres applicables aux assureurs et aux banques. Il est nécessaire de poursuivre les travaux pour identifier les investissements dans les infrastructures, sous forme de prêt et/ou de capital, qui présentent un faible risque, en vue éventuellement de revoir les règles prudentielles et de créer des sous-catégories d'infrastructures.

Les **régimes de retraite** par capitalisation jouent un rôle de plus en plus important dans certains États membres. De tels régimes, s'ils sont gérés prudemment et d'une manière qui reflète leur rôle social, peuvent contribuer à la pérennité et à l'adéquation des systèmes de retraites; ils constituent en outre des sources de plus en plus importantes d'investissement dans l'économie européenne. Les nouvelles règles relatives aux régimes professionnels de retraite qui sont actuellement à l'examen pourraient éliminer les obstacles empêchant les institutions de retraite d'investir davantage dans des actifs à long terme. En outre, l'échange de bonnes pratiques pourrait aussi accroître la compatibilité des systèmes nationaux.

S'agissant de l'épargne retraite individuelle, les prestataires sont soumis à un certain nombre de textes législatifs de l'UE. La question est donc de savoir si l'introduction d'un produit standardisé, par exemple à travers un régime paneuropéen ou «29<sup>e</sup>» régime, supprimant les obstacles à un accès transfrontière serait susceptible de renforcer le marché unique de l'épargne retraite individuelle. Il faudrait que toute modification assure un niveau efficace de protection des consommateurs, tout en améliorant la couverture et la demande, et garantisse un niveau approprié de sécurité de l'épargne.

Le **capital-investissement et le capital-risque** jouent un rôle important dans l'économie européenne en tant que sources alternatives de financement, à côté du traditionnel crédit bancaire ou de l'émission d'obligations ou d'actions. Mais les marchés du capital-risque manquent souvent d'envergure; c'est le cas non seulement des marchés boursiers spécialisés dans le financement des sociétés à forte croissance, mais aussi des investissements en capital-risque dans des nouvelles entreprises en phase de démarrage ou de développement ou dans des entreprises de haute technologie. Le niveau de développement des marchés du capital-risque est par ailleurs très variable d'un État membre à l'autre: environ 90 % des gestionnaires de fonds de capital-risque sont concentrés dans huit États membres<sup>17</sup>.

Dans certains États membres, les fonds de capital-risque peinent à atteindre la taille nécessaire pour pouvoir étaler leur risque de portefeuille. Cela semble principalement s'expliquer par l'absence de culture de la prise de participation, le manque d'information, la fragmentation du marché et le niveau élevé des coûts.

---

<sup>15</sup> Par ailleurs, dans le cadre de la réglementation prudentielle bancaire, l'acte délégué de la Commission relatif au ratio de couverture des besoins de liquidité (LRC) prévoit des incitations supplémentaires à investir dans les infrastructures et les PME, qui faciliteront les investissements dans les PME.

<sup>16</sup> [http://europa.eu/rapid/press-release\\_MEMO-14-578\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-578_en.htm).

<sup>17</sup> Le Royaume-Uni, l'Allemagne, la Suède, le Danemark, la Finlande, les Pays-Bas, la France et l'Espagne.

Afin d'encourager l'apport de capital-risque aux start-ups et aux entreprises de l'économie sociale sous forme de prises de participations ou de prêts à certaines conditions, l'UE a mis en place en 2013 le règlement EuVECA (relatif aux fonds de capital-risque européens)<sup>18</sup> et le règlement EuSEF (relatif aux fonds d'entrepreneuriat social européens)<sup>19</sup>. Le succès de ces fonds a jusqu'ici été encourageant, mais il reste encore une marge de progression. Il est probable que divers obstacles s'opposent à une plus large implantation de ces fonds. Un problème particulier qui a été soulevé réside dans le fait que les gestionnaires dont le portefeuille dépasse 500 millions d'EUR ne peuvent demander à établir et exploiter de tels fonds, ni ne peuvent utiliser les dénominations EuVECA ou EuSEF pour commercialiser des fonds dans l'UE. Élargir l'éventail des acteurs du marché pourrait potentiellement accroître le nombre de fonds EuVECA et EuSEF.

Le financement public peut également jouer un rôle, les autorités régionales étant, dans plusieurs États membres, d'importants fournisseurs de capital-risque. Les instruments financiers de l'UE, tels que le programme-cadre pour l'innovation et la compétitivité (PIC), les Fonds structurels et d'investissement européens (Fonds ESI)<sup>20</sup> et l'investissement sous forme de capital soutenu par les programmes des Fonds structurels ont permis de mobiliser du capital-risque pour les PME. Le programme européen pour la compétitivité des PME (COSME)<sup>21</sup> et les programmes «Horizon 2020» s'appuieront sur ce succès. Par ailleurs, les règles relatives aux aides d'État ont été modifiées en juillet 2014 afin de permettre, si nécessaire, une plus grande intervention de l'État dans le développement du marché du financement à risque et d'aider les PME et les moyennes capitalisations de petite taille ou innovantes<sup>22</sup> à y accéder plus facilement. La question est de trouver comment augmenter l'envergure des fonds de capital-risque et de déterminer comment les financements publics et privés pourraient y contribuer.

Le manque de possibilités de sortie pour les investisseurs peut également constituer un obstacle au développement du financement par capital-risque. La Commission aimerait savoir s'il est possible de prendre des mesures afin de créer un environnement plus favorable aux «business angels»<sup>23</sup>, au capital-risque et aux introductions en Bourse afin de garantir aux investisseurs de meilleures stratégies de sortie et de stimuler l'apport de capital-risque aux start-ups.

Il est probable que les banques restent des acteurs clés des marchés des capitaux, en tant qu'émetteurs, investisseurs et intermédiaires, et que leur fonction d'intermédiation de crédit demeure essentielle, à travers leur rôle dans le financement et la fourniture d'informations. Cependant, de nouvelles technologies et de nouveaux modèles économiques voient le jour, tels que le peer-to-peer lending (P2P) ou d'autres types de prêts directs non bancaires, qui proposent des financements aux PME et aux start-ups. La Commission souhaite obtenir des avis sur l'importance des barrières à l'entrée s'opposant à la prestation de ces services et à leur développement, à côté des prêts bancaires.

---

<sup>18</sup> Règlement (UE) n° 345/2013.

<sup>19</sup> Règlement (UE) n° 346/2013.

<sup>20</sup> Règlement (UE) n° 1303/2013.

<sup>21</sup> Règlement (UE) n° 1287/2013.

<sup>22</sup> JO C 19 du 22.1.2014, p. 4.

<sup>23</sup> Les «business angels» sont des investisseurs privés, connaissant généralement le monde des affaires, qui apportent des capitaux à des start-ups.

## *Questions*

10) *Quelles mesures pourraient inciter les investisseurs institutionnels à lever des montants plus importants et à les investir dans un éventail plus large d'actifs, en particulier dans des projets à long terme, dans des PME et dans des start-ups innovantes à fort potentiel de croissance?*

11) *Quelles mesures pourrait-on prendre afin de réduire le coût qu'entraînent, pour les gestionnaires de fonds, la mise en place et la commercialisation de fonds dans toute l'UE? Quels obstacles empêchent les fonds de réaliser des économies d'échelle?*

12) *Les travaux sur le traitement spécial à réserver aux investissements dans les infrastructures devraient-ils cibler certaines sous-classes d'actifs clairement identifiables? Si tel est le cas, auxquelles de ces sous-classes la Commission devrait-elle donner la priorité lors des réexamens futurs des règles prudentielles telles que CRD IV/CRR et Solvabilité II?*

13) *L'introduction d'un produit standardisé ou la suppression des obstacles actuels à l'accès transfrontière renforceraient-ils le marché unique des produits de retraite?*

14) *Modifier les règlements EuVECA et EuSEF permettrait-il aux grands gestionnaires de fonds de l'UE de plus facilement créer ce type de fonds? Quels autres changements, le cas échéant, sont nécessaires pour augmenter le nombre de fonds de ce type?*

15) *Comment l'Union européenne peut-elle développer davantage le capital-investissement et le capital-risque en tant que sources alternatives de financement pour l'économie? En particulier, quelles mesures pourraient permettre d'augmenter l'envergure des fonds de capital-risque et d'améliorer les possibilités de sortie pour les investisseurs en capital-risque?*

16) *Existe-t-il des obstacles empêchant d'augmenter sans risque les prêts directs, aussi bien bancaires que non bancaires, aux entreprises qui ont besoin de financements?*

## *Stimuler l'investissement des particuliers*

Dans l'Union européenne, les investisseurs particuliers sont généralement peu enclins à investir directement sur les marchés des capitaux, la plupart d'entre eux préférant les placements collectifs. Or les ménages européens détiennent une importante épargne sur des comptes bancaires, alors que celle-ci pourrait parfois être utilisée de manière plus productive. La baisse des taux de rémunération des dépôts pourrait inciter les ménages à moins placer leur patrimoine financier à la banque et davantage dans des titres financiers.

Les produits de fonds communs de placement, tels que les OPCVM, sont un moyen très prisé des investisseurs particuliers pour investir sur les marchés des capitaux. Le taux de participation directe des investisseurs particuliers dans les OPCVM reste néanmoins relativement faible: en 2013, les ménages ne représentaient que 26 % des détenteurs de fonds d'investissement dans la zone euro<sup>24</sup>. Afin d'élargir le choix de produits de fonds d'investissement et d'accroître la concurrence, la Commission aimerait recueillir des points de

---

<sup>24</sup> Fact Book 2014, European Fund and Asset Management Association.

vue sur la manière d'augmenter la participation transfrontière des particuliers dans les OPCVM.

Les investisseurs particuliers ne seront enclins à investir sur les marchés des capitaux que si ces marchés et les intermédiaires financiers qui s'y trouvent leur inspirent confiance et s'ils pensent pouvoir obtenir sans risque un meilleur rendement de leur épargne. Redonner confiance aux investisseurs est une responsabilité essentielle et un défi majeur pour le secteur financier. Améliorer les connaissances financières des consommateurs permettrait par ailleurs à ces derniers de choisir plus efficacement et plus facilement des produits financiers et de les comparer entre eux. Divers programmes nationaux en place visent à développer l'éducation financière du public, de même que le projet européen «Consumer Classroom». Des produits financiers plus standardisés ou plus simples, comme il en existe dans certains États membres, pourraient également être utiles dans certains cas.

La réglementation et la surveillance peuvent permettre de renforcer la confiance des investisseurs. La directive MIFID II<sup>25</sup> et d'autres mesures réglementaires ont doté l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) et l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (AEAPP) de pouvoirs accrus en matière de protection des investisseurs. Comme indiqué dans le récent rapport de la Commission sur les autorités européennes de surveillance (AES)<sup>26</sup>, leur mandat dans le domaine de la protection des consommateurs/des investisseurs pourrait être clarifié et renforcé là où c'est nécessaire.

**Renforcer la concurrence transfrontière dans le domaine des services financiers de détail** pourrait élargir le choix, abaisser le prix et améliorer la qualité des services. La fourniture de services financiers par l'intermédiaire d'outils électroniques et mobiles pourrait y contribuer, à condition que l'on parvienne à régler les problèmes de fraude, de piratage et de blanchiment d'argent tout en préservant la facilité d'utilisation pour les clients. La Commission entamera des travaux préparatoires afin de déterminer comment le marché unique des services financiers de détail pourrait bénéficier davantage aux consommateurs.

#### *Questions*

*17) Comment faire pour augmenter la participation transfrontière des particuliers aux OPCVM?*

*18) Comment les AES peuvent-elles contribuer davantage à garantir la protection des consommateurs et des investisseurs?*

*19) Quelles mesures pourraient augmenter les investissements des particuliers? Quelles mesures supplémentaires pourrait-on prendre pour donner plus d'autonomie et protéger les citoyens de l'Union qui investissent sur les marchés des capitaux?*

*20) Existe-t-il, en matière de développement de produits d'investissement simples et transparents destinés aux consommateurs, de bonnes pratiques nationales qui pourraient être partagées?*

<sup>25</sup> Directive 2014/65/UE modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE.

<sup>26</sup> COM(2014) 509.

### *Attirer les investissements internationaux*

Les marchés européens des capitaux doivent être ouverts et compétitifs à l'international, bien réglementés et intégrés pour attirer les investissements étrangers, et c'est pourquoi il faut des normes européennes élevées pour garantir l'intégrité du marché, la stabilité financière et la protection des investisseurs. Compte tenu du caractère mondial des marchés des capitaux, il importe de mettre en place l'union des marchés des capitaux en tenant compte du contexte international général.

Si toutes les régions ont été touchées par la diminution du volume des flux bruts de capitaux après la crise, c'est dans l'Union européenne (et en particulier dans la zone euro) que la baisse d'ampleur des flux bruts entrants et sortants en pourcentage du PIB a été la plus marquée. Toutes les composantes des flux bruts entrants de capitaux (investissements de portefeuille, investissement direct étranger, et prêts avec intermédiation bancaire) étaient moins élevées en 2013 qu'en 2007.

Selon les données du Fonds monétaire international (FMI), l'encours total mondial des investissements de portefeuille transfrontières atteignait 25 000 milliards d'EUR à la fin de 2013. L'encours total des investissements de portefeuille transfrontières entre États membres de l'UE s'élevait à 9 600 milliards d'EUR, tandis que les investissements de portefeuille provenant de l'extérieur de l'UE se montaient à 5 000 milliards d'EUR. Par conséquent, il est possible d'attirer encore beaucoup plus d'investissements de pays tiers sous forme de capital ou de prêt.

La politique internationale de commerce et d'investissement de l'UE<sup>27</sup> 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 d'atteindre à la fois un niveau adéquat de protection des investisseurs en Europe et des conditions de concurrence équitables dans l'ensemble de l'UE<sup>28</sup>. En outre, la Commission contribue aux travaux internationaux sur la libre circulation des capitaux, y compris par exemple sur les codes de l'OCDE de la libération des mouvements de capitaux.

La commercialisation directe de fonds d'investissement et autres instruments d'investissement européens dans des pays tiers devrait être facilitée. Le moyen pour cela pourrait être de réduire les obstacles empêchant les établissements et les services financiers de l'UE d'accéder aux marchés des pays tiers, notamment, le cas échéant, en ouvrant les marchés à la gestion transfrontière d'actifs dans le cadre des futurs accords commerciaux.

Au vu de ces évolutions, la Commission aimerait recueillir des avis sur les mesures qui pourraient être prises pour augmenter l'attrait des marchés de l'UE aux yeux des investisseurs internationaux.

---

<sup>27</sup> COM(2010) 343.

<sup>28</sup> L'UE veille également à obtenir, dans le cadre de ses accords commerciaux et d'investissement, des garanties adéquates assurant un niveau de protection approprié dans des domaines tels que la sécurité, la santé, la protection de l'environnement ou la diversité culturelle.

### *Questions*

21) *Pourrait-on prendre des mesures supplémentaires dans le domaine de la réglementation des services financiers afin de garantir la compétitivité internationale de l'Union européenne et l'attrait qu'elle présente aux yeux des investisseurs?*

22) *Quelles mesures pourrait-on prendre pour faciliter l'accès des entreprises de l'UE aux investisseurs et aux marchés des capitaux des pays tiers?*

### **4.3 Améliorer l'efficacité du marché – intermédiaires, infrastructures et cadre juridique plus général**

#### *«Règlement uniforme», application et concurrence*

L'établissement, ces dernières années, d'un corpus de règles unique, ou «règlement uniforme», a permis une avancée majeure vers la mise en place d'un cadre réglementaire plus harmonisé pour les marchés des capitaux, permettant aux entreprises de se livrer concurrence au-delà des frontières dans des conditions équitables. Le succès de ce «règlement uniforme» dépend également de la mise en œuvre effective et de l'application cohérente des règles. Il existe encore des actes législatifs clés de l'UE qui permettent l'ajout d'exigences, soit une surréglementation (dite «gold-plating») par les États membres. Par ailleurs, des problèmes de divergence d'interprétation des règles sont également apparus. La Commission, en coopération avec les États membres et les AES, s'emploie à faire en sorte que la législation financière de l'UE soit correctement mise en œuvre et appliquée sur le terrain.

La concurrence joue un rôle essentiel pour garantir que les consommateurs obtiennent les meilleurs produits et services à des prix adéquats, et que les flux d'investissement soient dirigés vers les emplois les plus productifs. Il faut supprimer, lorsque cela est possible, les barrières empêchant l'entrée de concurrents et assurer l'accès à l'infrastructure du marché financier. Pour des marchés des capitaux plus efficaces et leur bon fonctionnement, la Commission a fait usage de ses pouvoirs en matière de concurrence dans plusieurs affaires. La Commission continuera de veiller à ce que le droit de la concurrence soit rigoureusement appliqué afin d'empêcher que des restrictions ou des distorsions de la concurrence ne contrarient l'avènement de marchés des capitaux intégrés et performants.

Il convient également de faire respecter le principe de la libre circulation des capitaux afin de supprimer les entraves injustifiées aux flux d'investissement au sein de l'UE. Par exemple, les exigences imposées par l'État membre d'accueil à des entreprises de marché bénéficiant d'un passeport européen de commercialisation accordé par leur État membre d'origine pourraient dans certains cas constituer une entrave non justifiée à la libre circulation des capitaux. Un cadre plus stable, transparent et prévisible pour les investisseurs pourrait contribuer à renforcer la confiance et permettre au marché unique d'attirer davantage d'investissements à long terme.

#### *Convergence en matière de surveillance*

Bien que les cadres réglementaires régissant les marchés des capitaux aient été largement harmonisés, le succès des réformes dépend également de la mise en œuvre et de l'application cohérente des règles. Les AES jouent un rôle clé dans la promotion de la convergence. La Commission a publié récemment un rapport sur le fonctionnement des AES et du système européen de surveillance financière (SESF)<sup>29</sup> qui recense plusieurs domaines dans lesquels des améliorations pourraient être apportées à court ou moyen terme. La Commission continuera de surveiller le fonctionnement des AES, ainsi que leur gouvernance et leur financement.

Les AES ont un rôle important à jouer dans l'amélioration de la convergence en matière de surveillance, en mettant davantage l'accent sur l'examen par les pairs et le recours à ce dernier et sur des suivis appropriés. En outre, le recours au règlement des litiges, en cas de besoin, et aux pouvoirs d'enquête en cas d'allégations de violations du droit de l'UE pourrait faciliter une mise en œuvre et une application cohérentes du droit de l'UE dans l'ensemble du marché unique.

On pourrait se pencher davantage sur le rôle que jouent les AES en la matière. Dans la mesure où des régimes de surveillance nationaux peuvent se traduire par des différences dans le niveau de protection des investisseurs et des entraves aux opérations transfrontières et dissuader les entreprises de chercher des financements dans d'autres États membres, les AES pourraient avoir un rôle supplémentaire à jouer dans le renforcement de la convergence.

#### *Données et publication d'informations*

La mise en place de données et de publications communes dans l'ensemble de l'UE pourrait permettre une plus grande intégration des marchés des capitaux. Par exemple, l'existence, sur le marché des actions, d'un système consolidé de publication («consolidated tape») est essentielle pour garantir la qualité et la disponibilité en temps utile des informations post-négociation. Si les efforts du secteur ne suffisent pas à mettre en place un système consolidé de publication facilement accessible et utilisable par les acteurs du marché à des conditions commerciales raisonnables, il pourrait être nécessaire d'envisager d'autres solutions, comme de confier à une entité commerciale l'exploitation d'un tel système consolidé de publication. La Commission s'emploiera également à faire en sorte que la diffusion des informations consolidées à des conditions commerciales raisonnables ne soit pas entravée.

Des approches plus efficaces en faveur d'une information prudentielle et d'une communication financière faisant intervenir les autorités nationales ou l'AEMF, par exemple en ce qui concerne des approches informatiques communes pour certaines exigences en matière d'information, pourraient également être utiles pour les acteurs du marché. La Commission souhaiterait recueillir des avis pour déterminer si des initiatives supplémentaires sont nécessaires pour améliorer les données et la publication d'informations dans l'Union européenne, et la forme qu'elles doivent prendre.

#### *Infrastructures de marché et droit des titres*

Les infrastructures de marché et le droit des titres, c'est-à-dire le dispositif qui canalise les investissements et les lois qui le régissent, sont des facteurs déterminants du point de vue de l'efficacité et de la facilité avec lesquelles les investissements peuvent être réalisés. La mise en place du cadre réglementaire applicable aux infrastructures de marché est en cours, avec

---

<sup>29</sup> COM(2014) 509.

des textes législatifs visant à garantir la solidité des contreparties centrales (CCP) et des dépositaires centraux de titres (DCT) et du projet Target2-Titres (T2S) dirigé par l'Eurosystème. Comme elle l'a annoncé dans son programme de travail, la Commission a l'intention de présenter une proposition législative visant à créer un cadre européen pour le redressement et la résolution des défaillances d'établissements financiers d'importance systémique tels que les contreparties centrales. Certains aspects relatifs aux infrastructures de marché sur lesquelles s'appuie la négociation pourraient néanmoins encore être améliorés.

**Les garanties financières (le «collatéral»)** sont un élément essentiel du système financier, puisqu'elles sous-tendent un grand nombre de transactions sur le marché et servent de filet de sécurité en cas de problème. La fluidité de ces garanties dans toute l'UE est actuellement limitée, ce qui empêche les marchés d'opérer efficacement. Depuis la crise financière, la demande de collatéral est plus forte, du fait de l'exigence du marché de financements plus sûrs et en raison également de nouvelles obligations réglementaires, telles que celles imposées par le règlement sur l'infrastructure du marché européen (EMIR)<sup>30</sup> et le règlement sur les exigences de fonds propres (CRR)<sup>31</sup>. Cette hausse de la demande de collatéral entraîne le risque que les mêmes titres soient réutilisés pour garantir plusieurs transactions, comme c'était le cas avant la crise, et des travaux ont été engagés au niveau international pour se pencher sur ce problème. La Commission souhaiterait recueillir des avis sur la nécessité d'entreprendre des travaux pour faciliter les flux de collatéral, de manière correctement régulée, à travers l'UE.

Par ailleurs, bien que des progrès considérables aient été accomplis en matière d'harmonisation des règles destinées à assurer la transparence et l'intégrité des marchés de valeurs mobilières, **la législation relative aux droits des investisseurs concernant les titres diffère d'un État membre à l'autre**. En conséquence, il est difficile pour les investisseurs d'évaluer le risque attaché, dans les différents États membres, aux investissements sous forme de capital. C'est un sujet de débat depuis plus d'une décennie, depuis le deuxième rapport Giovannini en 2003. Il s'agit cependant d'une question complexe, touchant au droit de la propriété, des contrats, des sociétés et de l'insolvabilité, ainsi qu'aux lois applicables à la détention de titres et aux conflits de lois. Selon certains points de vue divergents, une harmonisation au niveau de l'UE et une définition européenne unique des titres ne seraient pas nécessaires. En outre, certains avancent que le lancement du système Target 2 Titres à la mi-2015 permettra d'éliminer les risques juridiques et opérationnels liés au transfert et à la détention de titres dans plusieurs pays et de réduire les coûts, et pourrait augmenter les investissements transfrontières. Au vu de ces contraintes, la Commission aimerait recueillir des points de vue sur la faisabilité et l'opportunité de modifications ciblées de la législation relative aux règles régissant la détention de titres ayant pour but de renforcer l'intégration des marchés des capitaux au sein de l'Union.

Il importe également, afin de créer un marché paneuropéen pour la titrisation et les contrats de garantie financière, ainsi que pour d'autres activités telles que l'affacturage, d'assurer une plus grande sécurité juridique dans les cas de transfert transfrontière de créances et concernant l'ordre de priorité de ces transferts, notamment dans les cas d'insolvabilité. La Commission publiera en 2015 un rapport recensant les problèmes et les solutions possibles.

---

<sup>30</sup> Règlement (UE) n° 648/2012.

<sup>31</sup> Règlement (UE) n° 575/2013 modifiant le règlement (UE) n° 648/2012.

Les banques jouent un rôle clé, non seulement en matière de crédit mais aussi d'intermédiation sur les marchés des capitaux, notamment en assurant la liquidité par le biais de la tenue de marché. Certaines recherches signalent une baisse de liquidité sur certains segments du marché, mais soulignent également que pendant la période qui a précédé la crise, le coût de la liquidité était peut-être anormalement bas. D'aucuns attribuent la baisse de la liquidité à une nécessaire correction du marché ainsi qu'à une détérioration de la confiance des marchés provoquée par la crise, tandis que d'autres l'attribuent aux mesures réglementaires mondiales prises à la suite de la crise. La Commission souhaite obtenir des avis sur la manière d'instaurer des conditions solides de liquidité à un coût juste, notamment sur la possibilité de prendre des mesures afin de soutenir la liquidité dans les segments de marché fragiles, et sur l'existence de barrières à l'entrée pour de nouveaux acteurs du marché capables de jouer un rôle dans l'appariement des acheteurs et des vendeurs.

*Droit des sociétés, gouvernance d'entreprise, insolvabilité et fiscalité.*

Il existe une législation européenne dans le domaine de **la gouvernance d'entreprise** (par exemple concernant les déclarations de gouvernance d'entreprise<sup>32</sup>, ou l'exercice transfrontière des droits des actionnaires<sup>33</sup>), mais celle-ci reste souvent du ressort exclusif des lois et normes nationales. Après la crise financière, un réexamen du cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE a été entrepris à travers deux consultations<sup>34</sup>. La révision en cours de la directive sur les droits des actionnaires vise à encourager les investisseurs institutionnels et les gestionnaires d'actifs à apporter davantage de capital à long terme aux entreprises.

La protection des **droits des actionnaires minoritaires améliore la gouvernance d'entreprise et augmente l'attrait des entreprises aux yeux des investisseurs étrangers**, lesquels sont souvent des investisseurs minoritaires. Une bonne gouvernance d'entreprise repose également sur l'aptitude du conseil d'administration ou de surveillance à contrôler les dirigeants de l'entreprise. Les conseils d'administration et de surveillance protégeant les intérêts des investisseurs, leur bon fonctionnement et leur efficacité sont également essentiels pour attirer les investissements.

Malgré plusieurs directives sur le droit des sociétés<sup>35</sup>, d'importants obstacles s'opposent encore à la **mobilité et aux restructurations transfrontières** des entreprises. De nouvelles réformes du droit des sociétés pourraient aider à supprimer les barrières à l'établissement et à l'exploitation transfrontières des entreprises.

Les divergences entre les **règles nationales de conflit de lois** en ce qui concerne le fonctionnement interne d'une entreprise peuvent être source d'insécurité juridique, dans la mesure où elles peuvent conduire à une situation dans laquelle une entreprise sera simultanément soumise aux lois de différents États membres, par exemple, si elle a été constituée dans un État membre, mais opère principalement à partir d'un autre État membre.

Si, en raison de sa complexité, le débat au sujet de l'harmonisation du **droit matériel de l'insolvabilité** n'a que peu avancé au cours des trois dernières décennies, des progrès considérables ont en revanche été accomplis dans le domaine des règles de conflit des lois

---

<sup>32</sup> Directive 2006/46/CE.

<sup>33</sup> Directive 2007/36/CE.

<sup>34</sup> COM(2010) 284 et COM(2011) 164.

<sup>35</sup> Par exemple le règlement (CE) n° 2157/2001 du Conseil et la directive 2005/56/CE.

pour les procédures d'insolvabilité transfrontières<sup>36</sup>. Cependant, du point de vue de leurs caractéristiques principales et de leur efficacité, les cadres nationaux sous-jacents en matière d'insolvabilité restent encore divergents<sup>37</sup>. Réduire cette divergence pourrait favoriser la mise en place de marchés paneuropéens des actions et de la dette, car cela diminuerait l'incertitude pour les investisseurs qui ont besoin d'évaluer les risques dans plusieurs États membres. De plus, le manque ou l'inadéquation, dans de nombreux États membres, des règles permettant une restructuration précoce de la dette, l'absence de dispositions relatives à la «deuxième chance», ainsi que la longueur et les coûts excessifs des procédures formelles d'insolvabilité peuvent se traduire par de faibles taux de recouvrement pour les créanciers et décourager les investisseurs. Pour avancer sur le front de l'insolvabilité, la Commission a adopté une recommandation relative à une nouvelle approche en matière de défaillances et d'insolvabilité des entreprises<sup>38</sup> dans laquelle elle exhorte les États membres à mettre en place des procédures de restructuration précoce et des dispositions sur la «seconde chance». La recommandation invite également les États membres à envisager d'appliquer ces principes au surendettement des consommateurs et à la faillite personnelle. Une évaluation de cette recommandation est prévue en 2015.

Les différences de **régime fiscal** d'un État membre à l'autre peuvent freiner le développement d'un marché unique des capitaux. Elles peuvent notamment constituer un obstacle aux investissements transfrontières, tels que l'épargne retraite et l'assurance-vie. Dans le cadre du suivi du livre blanc sur les retraites<sup>39</sup>, la Commission a réalisé une étude sur les règles discriminatoires en matière de capital, de cotisations et de versements dans le cadre de l'épargne retraite et de l'assurance-vie. La Commission prendra ultérieurement les mesures nécessaires si elle constate des règles discriminatoires ou des règles fiscales discriminatoires concernant les investissements transfrontières dans des biens immobiliers réalisés par les entreprises d'assurance-vie et les fonds de pension. Par ailleurs, les travaux se poursuivent en vue de **simplifier les procédures de réduction de la retenue à la source concernant le «post-marché»**.

Outre les différences de traitement fiscal des différents acteurs du marché d'un État membre à l'autre, il existe également des différences de traitement fiscal selon le type de financement, ce qui peut créer des distorsions. Notamment, les différences de traitement fiscal du financement sous forme de dette et du financement sous forme de capital pourraient accentuer le recours des entreprises au financement par émission de dettes ou par emprunt bancaire. En outre, la définition de la dette et du capital et leur traitement fiscal respectif, y compris en ce qui concerne les instruments de fonds propres réglementaires, varient d'un État membre à l'autre, ce qui est susceptible de compromettre l'égalité des conditions de concurrence, de fragmenter les marchés et de créer des possibilités de transfert de bénéfices.

Enfin, il est particulièrement difficile pour les start-ups d'obtenir un financement, car ne disposant pas de garanties financières et n'ayant pas encore fait leurs preuves, elles ne peuvent apporter aucune certitude aux bailleurs de fonds. Les start-ups ont pourtant un potentiel

---

<sup>36</sup> Le règlement n° 1346/2000 relatif aux procédures d'insolvabilité sera remplacé par un instrument juridique amélioré en 2015.

<sup>37</sup> Document de travail des services de la Commission SWD(2014) 61 final.

<sup>38</sup> Recommandation de la Commission C(2014) 1500.

<sup>39</sup> Le livre blanc intitulé «Une stratégie pour des retraites adéquates, sûres et viables», qui s'appuie sur la consultation lancée dans le cadre du livre vert de 2010, a été adopté le 16 février 2012. Ce livre blanc passe en revue les défis qui menacent l'adéquation et la pérennité des systèmes de retraite et propose une série de mesures au niveau de l'UE.

d'innovation susceptible de remettre en question la position sur le marché des grandes entreprises déjà bien établies. Selon les conclusions d'une étude récente commandée par la Commission européenne<sup>40</sup>, les **incitations fiscales à la R&D** ciblant les jeunes entreprises innovantes sont une pratique efficace.

### *Technologies*

L'un des moteurs de l'intégration des marchés des capitaux vient des rapides avancées technologiques, qui ont notamment permis la mise en place des plateformes de négociation électroniques, du trading haute fréquence et des entreprises de «FinTech». La «FinTech» peut être définie comme la combinaison de services financiers innovants et de la mise à disposition de capitaux grâce à l'utilisation de nouvelles technologies (numériques), comme le financement participatif («crowdfunding»). Selon un rapport récent, les investissements mondiaux dans les entreprises de FinTech ont triplé depuis 2008 pour atteindre près de 3 milliards d'USD en 2013; cette tendance devrait se poursuivre, l'investissement mondial dans les FinTech étant en bonne voie pour atteindre 8 milliards d'USD d'ici 2018<sup>41</sup>.

Le droit européen et les droits nationaux des sociétés n'ont pas évolué aussi vite que les changements technologiques et n'ont par exemple pas suffisamment **intégré les avantages de la numérisation**. Les échanges d'informations entre les entreprises, les actionnaires et les pouvoirs publics se font encore souvent sur papier. Par exemple, dans de nombreuses entreprises, les actionnaires ne peuvent toujours pas voter par voie électronique et il n'y a pas d'immatriculation en ligne des entreprises à l'échelle européenne. L'utilisation des technologies modernes dans ces domaines pourrait permettre de réduire les coûts et les contraintes, mais également d'assurer une communication plus efficace, notamment dans un contexte transnational.

#### *Questions:*

23) *Existe-t-il des mécanismes permettant d'améliorer le fonctionnement et l'efficacité des marchés qui ne soient pas abordés dans le présent document, en particulier dans les domaines du fonctionnement et de la liquidité des marchés des actions et des obligations?*

24) *À votre avis, existe-t-il des domaines dans lesquels le corpus de règles unique demeure encore insuffisant?*

25) *Pensez-vous que les autorités européennes de surveillance sont dotées de compétences suffisantes pour assurer une surveillance cohérente? Quelles mesures supplémentaires relatives à la surveillance au niveau de l'UE pourraient contribuer de manière significative à la mise en place d'une union des marchés des capitaux?*

26) *En tenant compte des expériences passées, y a-t-il des modifications ciblées des règles relatives à la détention de titres qui pourraient contribuer à une plus grande intégration des marchés des capitaux au sein de l'Union européenne?*

27) *Quelles mesures pourraient être prises pour améliorer les flux transnationaux de collatéral? Faut-il entreprendre d'améliorer le caractère exécutoire transfrontière du collatéral et des accords de compensation avec déchéance du terme?*

<sup>40</sup> CPB (2014), «Study on R&D tax incentives», Taxation papers N° 52.

<sup>41</sup> <http://www.accenture.com/SiteCollectionDocuments/PDF/Accenture-Rise-of-Fintech-New-York.pdf>

28) *Quels sont les principaux obstacles à l'intégration des marchés des capitaux créés par le droit des sociétés, y compris sur le plan de la gouvernance d'entreprise? Y a-t-il des mesures ciblées qui pourraient permettre de les surmonter?*

29) *Quels aspects spécifiques des lois sur l'insolvabilité faudrait-il harmoniser pour favoriser l'émergence d'un marché paneuropéen des capitaux?*

30) *Quelles sont les barrières autour de la fiscalité qu'il faudrait examiner en priorité pour favoriser une plus grande intégration des marchés des capitaux au sein de l'Union et une structure de financement plus solide au niveau de l'entreprise et au moyen de quels instruments?*

31) *Comment l'UE peut-elle au mieux aider le marché à développer de nouvelles technologies et de nouveaux modèles d'entreprise favorisant l'intégration et l'efficacité des marchés des capitaux?*

32) *Y a-t-il d'autres domaines, non recensés dans ce livre vert, dans lesquels il serait nécessaire d'agir pour parvenir à établir une union des marchés des capitaux? Dans l'affirmative, quels sont ces domaines et quelle forme pourrait prendre cette action?*

## SECTION 5: PROCHAINES ETAPES

En se fondant sur les résultats de cette consultation, la Commission examinera les actions prioritaires nécessaires pour mettre en place, d'ici à 2019, les éléments constitutifs d'une union des marchés des capitaux intégrée, bien réglementée, transparente et liquide couvrant l'ensemble des 28 États membres de l'Union. En plus de soutenir les initiatives venant du marché lorsque cela est possible, l'action de l'UE pourrait prendre la forme de mesures non législatives, de textes législatifs, de mesures de mise en œuvre des règles de concurrence et d'actions contre les infractions, et de recommandations spécifiques par pays dans le cadre du semestre européen. Les États membres sont encouragés à examiner si leur législation et pratiques nationales créent des barrières et des obstacles et à réfléchir à la meilleure manière de les surmonter.

Les parties intéressées sont invitées à communiquer leurs réponses aux questions du présent livre vert avant le 13 mai 2015 au moyen du **questionnaire en ligne**:

[http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/capital-markets-union/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/capital-markets-union/index_en.htm) Au cours du processus de consultation, la Commission européenne:

- travaillera avec le Parlement européen pour obtenir un retour d'information direct de la part de ses membres;
- invite les États membres à organiser des consultations et des rencontres avec le public et les parlementaires nationaux afin d'encourager le débat sur l'union des marchés des capitaux au niveau national; et
- organisera de manière transparente et équilibrée des ateliers afin de consulter les parties ayant une expertise technique spécifique (universitaires, acteurs du marché) en vue de former un avis éclairé sur des questions spécifiques.

La Commission organisera une conférence au cours de l'été 2015 pour clore la consultation. Un plan d'action sur l'union des marchés des capitaux sera publié dans le courant de l'année 2015.