



Bruxelles, le 8.6.2017
COM(2017) 292 final

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

**sur l'examen à mi-parcours du plan d'action concernant l'union des marchés des
capitaux**

{ SWD(2017) 224 final }
{ SWD(2017) 225 final }

1. INTRODUCTION

La priorité absolue de la Commission est de renforcer l'économie de l'Union européenne et de stimuler l'investissement pour créer des emplois.

Pour renforcer l'investissement à long terme, il faut des **marchés des capitaux plus solides**. Ces marchés doivent offrir de nouvelles sources de financement aux entreprises et permettre d'élargir l'éventail des options d'investissement, pour que les entreprises et les ménages de l'UE tirent des bénéfices concrets du marché unique. **Les entreprises de l'UE**, qu'il s'agisse de jeunes pousses (start-up), d'entreprises en expansion (scale-up) ou de multinationales bien établies, ont besoin d'avoir accès à une grande variété de sources de financement pour pouvoir investir dans l'innovation et financer leur expansion. **Les ménages** ont besoin d'avoir accès aux marchés des capitaux afin que s'offrent à eux des possibilités d'investissement plus nombreuses et plus avantageuses en vue de préparer leur avenir.

Les services et produits financiers nécessaires peuvent être proposés à des conditions plus concurrentielles par les établissements financiers, les banques, les entreprises d'investissement et les investisseurs institutionnels si ceux-ci exercent leurs activités sur des marchés des capitaux de grande taille et intégrés. Les marchés des capitaux peuvent également permettre de canaliser les fonds privés vers des investissements plus durables.

La reprise économique s'affermi dans l'UE, qui connaît sa cinquième année consécutive de croissance, mais d'importants aléas baissiers existent. La contribution de l'investissement à la croissance reste faible et le taux d'investissement n'a pas retrouvé son niveau d'avant la crise. Cette faiblesse persistante de l'investissement continue de brider la reprise et la croissance à plus long terme.

C'est pourquoi l'une des grandes priorités définies par le président Juncker est la mise en place d'un véritable marché unique des capitaux: une **union des marchés des capitaux (UMC)** pour l'ensemble des États membres.

L'UMC renforce le troisième pilier du **plan d'investissement pour l'Europe**. Elle sera bénéfique à l'ensemble des États membres et renforcera également l'Union économique et monétaire (UEM) en favorisant la convergence économique et sociale et en aidant à l'absorption des chocs économiques dans la zone euro. C'est ce que soulignait le rapport des cinq présidents intitulé «Compléter l'Union économique et monétaire».

Dans sa résolution du 19 janvier 2016¹, le **Parlement européen** a reconnu le rôle majeur que les marchés de capitaux peuvent jouer en répondant aux besoins de financement des économies des États membres et a souligné que l'UMC devait mettre davantage l'accent sur les utilisateurs finaux de ces marchés, à savoir les entreprises et les investisseurs.

Plus récemment, de nouveaux obstacles à l'intégration financière sont apparus, qui nécessitent de renforcer et de modifier le programme de réforme des marchés des capitaux de l'UE.

¹ Résolution sur le bilan et les enjeux de la réglementation européenne sur les services financiers: incidence et progression vers un cadre de réglementation financière de l'Union plus efficace et efficient et vers une Union des marchés de capitaux ([2015/2106\(INI\)](#)).

En particulier, le **futur départ de l'Union européenne de son plus grand centre financier** nécessite de réexaminer de quelle manière l'UMC peut garantir que les entreprises et les investisseurs de l'UE aient accès à des marchés des capitaux solides, dynamiques et plus intégrés, et que les risques entourant la stabilité financière soient correctement gérés.

Ces circonstances appellent une action plus énergique, une surveillance plus efficace et des mesures pour faire en sorte que les bénéficiaires de l'UMC se ressentent dans toute l'UE. L'UMC doit également proposer des moyens d'exploiter le pouvoir de transformation que recèle la technologie financière et d'orienter les capitaux privés vers l'investissement durable.

Le **document de réflexion sur l'approfondissement de l'Union économique et monétaire (UEM)** du 31 mai² évoque la nécessité absolue de progresser dans la mise en place de l'UMC pour que les ménages et les entreprises bénéficient de sources de financement plus innovantes, plus durables et plus diversifiées. Il souligne également que, pour y parvenir, l'engagement du Parlement européen, du Conseil et de toutes les parties prenantes est indispensable.

Les conclusions du **Conseil européen** de juin 2016 préconisaient *«des progrès rapides et résolus afin de faciliter l'accès des entreprises au financement et de soutenir l'investissement dans l'économie réelle en faisant progresser le programme pour la mise en place d'une union des marchés des capitaux.»*³

En septembre 2016, la **Commission** a adopté une **communication** appelant à une accélération des réformes⁴.

Le 13 décembre 2016, la déclaration commune du Parlement européen, du Conseil et de la Commission sur les **priorités législatives de l'UE pour l'année 2017** comprenait des initiatives en faveur de la création de marchés plus sûrs et plus transparents pour la titrisation et de l'amélioration des prospectus relatifs aux valeurs mobilières afin de concrétiser l'union des marchés des capitaux⁵.

Cependant, la Commission ne peut pas construire l'UMC seule. Son succès dépendra du degré d'engagement politique des États membres, du Parlement européen et des acteurs du marché.

Tout dépendra de la manière dont les entreprises, petites et grandes, les prestataires de services financiers et les investisseurs institutionnels et de détail en utilisent les différents éléments constitutifs. C'est aux autorités nationales et aux acteurs du marché que revient le rôle principal dans l'établissement des circuits financiers, des segments de marché ainsi que de l'infrastructure juridique, fiscale et technique qui sont nécessaires pour supprimer les barrières à l'intégration européenne et créer un véritable marché unique des capitaux.

² https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/reflection-paper-emu_fr.pdf

³ [EUCO 26/16.](#)

⁴ [Communication de la Commission «Union des marchés des capitaux - Accélérer les réformes», COM\(2016\) 601 final du 14 septembre 2016.](#)

⁵ [Déclaration commune sur les priorités législatives de l'UE pour 2017.](#)

La Commission est déterminée à relever ces défis. C'est pourquoi ce réexamen actualise le programme initial et le complète par de nouvelles mesures prioritaires, en s'appuyant sur les réponses à la consultation publique menée entre janvier et mars 2017.

Toutes les propositions feront l'objet d'une consultation appropriée et il sera procédé à une analyse d'impact de toutes les options envisagées pour atteindre les objectifs.

2. MISE EN ŒUVRE DU PROGRAMME POUR L'UMC

Les difficultés répertoriées dans le plan d'action pour l'UMC de 2015 n'ont rien perdu de leur pertinence. L'UMC est nécessaire parce que les banques et les marchés des capitaux sont deux composantes vitales du système financier, qui sont, non pas concurrentes, mais complémentaires. Les 178 réponses à la consultation publique sur l'examen à mi-parcours de l'UMC ont confirmé les défis plus spécifiques que l'UMC doit relever⁶ (voir la synthèse des réponses à la consultation dans l'encadré ci-dessous).

- Les **start-up et les «scale-up»** européennes ont besoin de davantage de financement à risque pour investir dans l'innovation et la croissance. Parallèlement au financement bancaire, il est nécessaire de développer et de renforcer les nouvelles formes de capital-risque.
- La taille des **marchés d'actions et des marchés obligataires** est plus petite dans l'UE, et dans certains États membres en particulier, que dans les autres économies développées. L'accès aux marchés boursiers est coûteux et complexe, tout spécialement pour les PME et les entreprises de taille intermédiaire.
- Les efforts que les banques de l'UE ont dû faire au lendemain de la crise financière pour réduire leur exposition au risque et leur levier, qui avaient atteint un niveau excessif, sont en partie responsables d'une **contraction de la production de nouveaux crédits aux entreprises de l'UE**. Les marchés des capitaux peuvent offrir aux banques des solutions efficaces pour une gestion plus efficace de leur bilan et pour le financement de leur activité de prêt aux entreprises et aux ménages.
- Les entreprises d'assurance et les fonds de pension n'investissent pas suffisamment **dans le capital-risque, les actions et les infrastructures**. Davantage de capitaux privés doivent être mobilisés pour financer les investissements durables, la transition vers une économie décarbonée et les investissements répondant à des besoins sociaux importants.
- La participation des **investisseurs de détail** sur les marchés des capitaux reste faible. Le taux d'épargne des ménages de l'UE est parmi les plus élevés au monde, mais la majeure partie de cette épargne est détenue sur des comptes bancaires et présente une maturité courte. Une hausse des investissements sur les marchés des capitaux pourrait aider à faire face aux problèmes du vieillissement de la population et de la faiblesse des taux d'intérêt. Il faut cependant pour cela que les investisseurs de détail aient accès à des propositions d'investissement attrayantes à des conditions concurrentielles

⁶ Document de travail des services de la Commission (compte-rendu des réponses à la consultation publique sur l'examen à mi-parcours de l'union des marchés des capitaux) accompagnant la présente communication.

et transparentes.

- De nombreux obstacles tenaces et persistants brident les **investissements transfrontières** dans l'UE, sapant ainsi l'efficacité de l'économie de l'UE. Ces barrières empêchent les investisseurs de diversifier leur portefeuille d'un point de vue géographique, réduisent la liquidité du marché et rendent l'expansion des entreprises plus ardue.

Au cours des 18 derniers mois, conformément au calendrier initial, la Commission a **pris plus de la moitié des mesures** (20 sur 33) annoncées dans le plan d'action pour l'UMC.

Un effort particulier a été consenti en vue d'accroître les sources de financement à risque à la disposition des entreprises tout au long de leur expansion et de les rendre plus largement accessibles dans toute l'Union.

- **Capital-risque** – Des progrès satisfaisants ont été accomplis dans la mise en œuvre du train de mesures de la Commission. L'accord de principe conclu le 30 mai par le Parlement européen et le Conseil sur le règlement relatif aux fonds de capital-risque européens (EuVECA) et sur le règlement relatif aux fonds d'entrepreneuriat social européens (EuSEF) facilitera l'investissement dans les petites et moyennes entreprises innovantes en ouvrant le champ d'application de ces règlements aux gestionnaires de toutes tailles, et en élargissant l'éventail des entreprises dans lesquelles il est possible d'investir. La procédure de sélection de directeurs pour un ou plusieurs fonds de fonds de capital-risque paneuropéens sous la houlette du secteur privé sera finalisée dans les prochains mois. Ses services ont examiné les incitations fiscales nationales en faveur du capital-risque et des investisseurs providentiels («business angels»). Sur la base de cet examen et des initiatives envisagées dans le cadre de l'initiative de 2016 en faveur des start-up et des scale-up, une étude répertoriant les bonnes pratiques a été publiée aujourd'hui. Elle aidera les États membres à élaborer et mettre en œuvre des politiques, y compris dans le cadre du Semestre européen, en vue d'améliorer l'efficacité de ces incitations fiscales et de favoriser le développement des marchés des capitaux nationaux.
- **Introduction en bourse et levée de fonds des entreprises** – Des progrès ont été accomplis sur ce front. L'accord conclu en décembre 2016 par le Parlement européen et le Conseil sur la modernisation du règlement européen sur les prospectus sera publié en juin 2017 et s'appliquera à partir de la mi-2019. Parmi les améliorations apportées au règlement, l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) gèrera une nouvelle base de données européenne en ligne sur les prospectus, d'accès gratuit. La Commission collabore actuellement avec le Parlement européen, les États membres et l'AEMF en vue de mettre en place des mesures d'exécution, notamment en ce qui concerne le contenu et la forme du prospectus allégé de croissance de l'Union, le processus d'examen et d'approbation, le document d'enregistrement universel et les informations à publier pour les émissions secondaires (afin de simplifier les exigences applicables aux petits émetteurs et aux émetteurs fréquents). Dans le cadre de sa proposition d'octobre 2016 relative à une assiette commune consolidée pour l'impôt sur les sociétés (ACCIS), la Commission a également pris des mesures pour remédier au biais fiscal favorisant le financement par endettement au détriment du financement par apport de fonds propres. L'examen des obstacles réglementaires à l'introduction en bourse des PME et de la liquidité des marchés d'obligations d'entreprises se terminera prochainement.

- **Capacité des banques à prêter à l'économie** — Des efforts ont été accomplis en vue de libérer des capacités sur le bilan des banques et générer ainsi des financements supplémentaires pour l'économie. Le Parlement européen et le Conseil sont parvenus, le 30 mai, à un accord de principe sur les titrisations simples, transparentes et standardisées (STS), parallèlement à un réexamen des exigences de fonds propres applicables aux banques. En novembre 2016, la Commission a proposé une modification des règles de l'UE applicables aux banques en matière d'exigences de fonds propres, qui l'habilite à exempter de ces exigences l'ensemble du secteur des coopératives de crédit d'un État membre. La consultation sur l'instauration d'un cadre à l'échelle de l'UE pour les obligations garanties et de structures similaires pour les prêts aux PME a été achevée.
- **Investissements dans les infrastructures** – L'acte délégué Solvabilité II, modifié en septembre 2015 et entré en vigueur en avril 2016, réduit le coût, pour les compagnies d'assurance, de l'investissement dans des projets d'infrastructure éligibles. Aujourd'hui, la Commission présente également des mesures pour revoir le calibrage des risques pour les investissements dans des entreprises d'infrastructure. Afin d'encourager l'investissement privé des banques dans les projets d'infrastructure, la modification de la législation régissant les exigences de fonds propres (CRR/CRD IV) qui a été proposée en novembre 2016 créerait un environnement réglementaire plus sensible au risque afin de promouvoir les projets d'infrastructure de qualité et de réduire les risques encourus par les investisseurs.
- **Investissement institutionnel et de détail** – Un solide travail préparatoire a été accompli pour étayer des propositions concernant les produits paneuropéens d'épargne-retraite individuelle, la distribution transfrontière des fonds d'investissement et la réduction des coûts supportés par les compagnies d'assurance qui investissent dans des fonds de capital-investissement et dans des obligations d'entreprises dans le cadre de placements privés. Parallèlement, la Commission a présenté, en mars 2017, son plan d'action relatif aux services financiers pour les consommateurs, qui décrit les moyens d'offrir aux consommateurs un plus grand choix de services financiers de détail et un meilleur accès à ceux-ci dans l'ensemble de l'UE. Pour compléter les efforts consacrés à l'espace unique de paiements en euros (SEPA), le plan d'action aborde également la question des coûts élevés de certains paiements effectués dans l'UE. La Commission renforce également sa collaboration avec les autorités européennes de surveillance (AES) en vue d'accroître la transparence et la comparabilité des coûts et des performances des produits d'investissement de détail et d'épargne-retraite.
- **Restructuration préventive et seconde chance pour les entrepreneurs** – En novembre 2016, la Commission a proposé des règles relatives à la restructuration préventive, afin d'éviter la liquidation d'entreprises viables en difficulté financière et de donner aux entrepreneurs une chance de réintégrer le monde des affaires après une faillite. Cette proposition comprend également des règles visant à accroître l'efficacité des procédures d'insolvabilité en les rendant plus prévisibles, moins coûteuses et plus rapides. Ces propositions sont actuellement en cours d'examen par le Parlement européen et le Conseil et leur adoption rapide contribuerait grandement à faire en sorte que l'environnement juridique soit favorable à l'activité économique.
- Le rapport de mars 2017 de la Commission dresse une feuille de route pour la **levée des obstacles nationaux** à la libre circulation des capitaux. Cette feuille de route a été approuvée par le Conseil «Affaires économiques et financières» le 23 mai 2017.

- **Stabilité financière** – La diversification des canaux de financement engendrée par l’union des marchés des capitaux rendra le système financier de l’UE plus résilient, mais il reste nécessaire de pouvoir identifier les risques pour la stabilité sur les marchés des capitaux et d’y réagir s’ils se réalisent. Après avoir mené une consultation en 2016, la Commission va maintenant s’attacher à donner au Comité européen du risque systémique (CERS) la capacité de surveiller les risques du financement de marché pour la stabilité financière.

En ce qui concerne les autres mesures pour lesquelles des travaux préparatoires ont été annoncés dans le plan d’action pour l’UMC, la Commission va maintenant rapidement faire avancer **trois propositions législatives**, essentielles pour la création de l’union des marchés des capitaux:

- 1. D’ici la fin du mois de juin 2017, une proposition législative relative à un produit paneuropéen d’épargne-retraite individuelle.** Cette proposition jettera les bases d’un marché plus sûr, plus rentable et plus transparent de produits d’épargne-retraite facultatifs d’un coût abordable pouvant être gérés à l’échelle paneuropéenne. Cela permettra de répondre aux besoins des personnes souhaitant améliorer l’adéquation de leur épargne pour la retraite, de faire face au défi démographique, de compléter les produits et régimes de retraite existants, et d’optimiser la rentabilité de l’épargne-retraite individuelle en proposant des possibilités intéressantes d’investissement à long terme de cette épargne.
- 2. Au quatrième trimestre de 2017, une proposition législative précisant les règles en matière de conflits de lois concernant l’opposabilité des transactions sur titres et créances.** Les différences de traitement national de l’opposabilité des cessions de créances font qu’il est compliqué d’utiliser ces instruments en tant que sûreté transfrontière et que le risque des investissements sous forme de prêt est difficile à apprécier pour les investisseurs. En supprimant l’incertitude quant au droit applicable, source de coûts et de risques, cette proposition aura pour effet de faciliter les transactions transfrontières. Elle s’appuiera sur les travaux d’un groupe d’experts spécialement mandaté à cet effet et sur les résultats de la consultation publique actuellement en cours⁷. Cette proposition clarifiera quel est le droit qui s’applique à l’opposabilité dans le cas de transactions sur titres et sur créances;
- 3. Au premier trimestre de 2018, une proposition législative relative à un cadre de l’UE pour les obligations garanties.** Le but de cette proposition est de créer, dans l’UE, un marché des obligations garanties plus intégré, sans nuire à la qualité des obligations garanties existantes. Les marchés des obligations garanties constituent un important canal de financement à long terme de l’économie réelle.

Parallèlement, la Commission étudiera la possibilité de mettre en place des obligations garanties européennes en tant qu’instrument pour les prêts aux PME et les prêts finançant les infrastructures.

⁷ [Consultation publique sur les règles en matière de conflits de lois concernant l’opposabilité des transactions sur titres et créances.](#)

Par ailleurs, les travaux préparatoires de la Commission progressent en ce qui concerne les mesures suivantes de mise en œuvre des engagements pris dans le plan d'action initial:

- **Modifications du règlement délégué complétant la directive Solvabilité II en 2018** afin de revoir le traitement prudentiel du capital-investissement et des placements privés de dette, lorsque cela est prudemment justifié, du point de vue de la surveillance fondée sur les risques;
- **Recommandation relative aux placements privés** (*en s'appuyant sur l'expérience des régimes nationaux qui fonctionnent bien*)⁸. Les marchés du placement privé de dette peuvent élargir les possibilités de financement qui s'offrent aux entreprises non cotées de taille moyenne. Cette recommandation tiendra compte des résultats d'une étude, dont la publication est attendue au **quatrième trimestre de 2017**;
- **Communication sur la feuille de route pour la suppression des obstacles aux infrastructures post-marché** (*sur la base des recommandations de l'EPTF — le forum européen sur le post-marché*) — au **quatrième trimestre de 2017**. Les infrastructures post-marché jouent un rôle essentiel sur les marchés des valeurs mobilières, en assurant le bon déroulement des transferts de propriété, des paiements et de l'exercice des droits liés aux valeurs mobilières⁹. Le coût des transactions transfrontières reste en moyenne sensiblement plus élevé que celui des transactions domestiques. Un environnement post-marché efficace peut permettre de le réduire. Sur la base du rapport de l'EPTF, les services de la Commission lanceront prochainement une consultation publique afin de recueillir l'avis des parties intéressées quant aux améliorations qu'elles jugent nécessaires dans le domaine du post-marché pour parvenir à une meilleure intégration;
- **Communication sur les marchés des obligations d'entreprises** (en s'appuyant sur les recommandations du groupe d'experts sur la liquidité des marchés des obligations d'entreprises) — au **quatrième trimestre de 2017**. Les marchés des obligations d'entreprises sont un canal de financement important pour les grandes entreprises. La Commission examine la manière dont ils fonctionnent, en se penchant en particulier sur les moyens d'améliorer la liquidité sur le marché secondaire;
- **Code de conduite** visant à simplifier les **procédures de retenue à la source, en particulier en ce qui concerne les remboursements** – d'ici la **fin de 2017**. La Commission collabore avec des experts fiscaux nationaux afin d'échanger les meilleures pratiques et de convenir d'un code de conduite. Il s'agira d'une étape concrète en vue de la mise en place de solutions opérationnelles plus efficaces pour le remboursement des prélèvements à la source.

⁸ Comme les *Schuldscheine* en Allemagne et le marché Euro-PP en France.

⁹ La mise en œuvre de la directive récemment adoptée sur les droits des actionnaires (DRS 2) remédiera à certains des obstacles liés à l'exercice des droits découlant des actions et à la transmission de données via la chaîne d'intermédiaires.

3. POURQUOI L'UNION EUROPÉENNE A PLUS QUE JAMAIS BESOIN DE L'UNION DES MARCHÉS DES CAPITAUX

Compte tenu des évolutions récentes de sa conjoncture économique et politique, l'UE a besoin, parallèlement à l'union bancaire, de marchés des capitaux solides et compétitifs pour financer son économie. Ces évolutions rendent le présent examen à mi-parcours du plan d'action pour l'UMC encore plus pertinent et opportun.

Étant donné l'interconnexion croissante des marchés financiers dans l'UE comme dans le reste du monde, une plus grande intégration de la surveillance dans l'UE est nécessaire pour faire face aux défis futurs des marchés financiers de l'UE. La Commission demeure attachée à l'intégration des marchés financiers et à la coopération internationale. L'équivalence est l'instrument majeur utilisé par l'UE pour gérer efficacement l'activité transfrontière des acteurs du marché dans un environnement prudentiel à la fois sain et sûr, tout en permettant le fonctionnement du marché unique. Un renforcement du cadre de surveillance pour l'équivalence est donc nécessaire.

Au sein de l'UE, le **cadre de surveillance** est indispensable au bon fonctionnement et à l'intégration des marchés des capitaux, conformément aux objectifs énoncés dans le rapport des cinq présidents¹⁰. Des mesures sont en cours en vue d'augmenter la capacité des AES à préserver le bon fonctionnement des marchés et la stabilité financière. Celles-ci comprennent une récente consultation sur les activités des AES. Au sein de l'UE-27, la capacité de l'AEMF à assurer une surveillance cohérente dans l'ensemble de l'UE devrait en particulier être renforcée, afin de faire en sorte que le «règlement uniforme» (*single rulebook*) soit mis en œuvre de manière uniforme dans tout le marché unique. Par conséquent, les entités financières ayant une taille et un profil de risque similaires devraient être soumises au même type de surveillance où qu'elles se trouvent dans l'UE, afin d'éviter l'arbitrage réglementaire. Le document de réflexion sur l'approfondissement de l'UEM a souligné qu'une plus grande intégration du cadre de surveillance garantissant une mise en œuvre commune des règles relatives au secteur financier et une plus grande centralisation du contrôle de la surveillance étaient essentielles pour la mise en place de l'union des marchés des capitaux.

La sortie du **Royaume-Uni** du marché unique accentue le besoin urgent de renforcer et d'intégrer davantage le cadre européen des marchés des capitaux, notamment en ce qui concerne les contreparties centrales (CCP), les entreprises d'investissement et les marchés pour les introductions en bourse. Elle renforce également la nécessité d'une plus grande intégration de la surveillance au niveau de l'UE.

La technologie financière (FinTech) est en train de transformer les marchés des capitaux en permettant la participation de nouveaux acteurs, en apportant des solutions plus efficaces, en intensifiant la concurrence et en réduisant les coûts supportés par les entreprises et les investisseurs. On peut citer comme exemples d'innovations financières susceptibles d'élargir et d'approfondir les marchés des capitaux de l'UE: le financement participatif et les autres solutions alternatives de financement, le financement de la chaîne d'approvisionnement¹¹, les robots-conseillers (*robo-advice*), le vote en ligne des actionnaires, et l'application éventuelle dans le domaine du post-marché de la technologie de la chaîne de blocs (*blockchain*). La technologie financière peut offrir des

¹⁰ https://ec.europa.eu/commission/publications/five-presidents-report-completing-europes-economic-and-monetary-union_fr

¹¹ Le recensement des bonnes pratiques en matière de financement de la chaîne d'approvisionnement permettrait de soutenir le développement de cette importante source de financement pour les PME.

solutions dans plusieurs segments et fonctions des marchés des capitaux, tels que: l'émission d'actions, la gouvernance d'entreprise, la gestion d'actifs, l'intermédiation en services d'investissement, la distribution de produits et les infrastructures post-marché, y compris les services de conservation de titres.

Des dispositions plus récentes, telles que la directive sur les services de paiement (DSP 2)¹², ont été conçues pour répondre aux rapides évolutions technologiques du secteur des paiements et garantir ainsi une approche équilibrée permettant aux entreprises de technologie financière d'élaborer de nouveaux modèles d'affaires. La consultation publique en cours sur la technologie financière aidera la Commission à recenser les nouveaux points qu'il pourrait être nécessaire d'intégrer dans le cadre stratégique de l'union des marchés des capitaux.

Une profonde réorganisation du système financier est nécessaire afin que les investissements deviennent plus **durables** et que le système favorise un développement réellement durable du point de vue économique, social et environnemental. Il faut pour cela trouver des moyens d'intégrer la question de la durabilité dans le cadre réglementaire et stratégique de l'UE dans le domaine financier et de mobiliser et canaliser davantage de flux de capitaux privés vers des investissements durables. Les 17 objectifs de développement durable (ODD) définis dans le programme de développement durable à l'horizon 2030 des Nations unies¹³ fournissent un cadre pour orienter ces investissements, que l'UE est fermement résolue à mettre en œuvre¹⁴.

Parmi les défis entourant la durabilité à long terme figure la nécessité, pour faire face au changement climatique, de rendre les flux financiers compatibles avec les objectifs de décarbonisation à long terme et de développement résilient face au changement climatique. L'accord de Paris, qui a marqué un tournant en ce qui concerne l'engagement mondial à lutter contre le changement climatique, a placé la finance au cœur de cette politique.

Le programme de développement durable à l'horizon 2030 des Nations unies souligne lui aussi le rôle clé que doit jouer la finance dans la réalisation des ODD. Les décideurs politiques et le secteur financier commencent à proposer des solutions pour inciter les investisseurs à se tourner vers des projets durables et de long terme et des entreprises idoines.

Reconnaissant l'importance de ces défis, la Commission a mis en place un groupe d'experts de haut niveau chargé de la conseiller sur la manière d'intégrer les considérations de durabilité dans la réglementation financière de l'UE et les pratiques des marchés financiers.

De même, les marchés des capitaux peuvent également contribuer à ce que les capitaux privés soient canalisés vers des possibilités d'investissement rentables présentant des externalités sociales positives, ce qui aidera l'UE à s'acquitter de ses responsabilités sociales.

Sur les marchés des capitaux, les **investisseurs institutionnels** investissaient traditionnellement dans des actions à long terme. Cependant, au cours des 15 dernières années, les entreprises d'assurance ont ramené leurs investissements en actions à environ

¹² [Directive \(UE\) 2015/2366](#) du 25 novembre 2015 concernant les services de paiement (L 337/35 du 23.12.2015, p. 35-127).

¹³ [Résolution A/RES/70/1 des Nations unies.](#)

¹⁴ Communication de la Commission intitulée «Prochaines étapes pour un avenir européen durable» [\[COM\(2016\) 739 final\]](#)

5 à 10 % de leur portefeuille total actuel. Les fonds de pension ont quant à eux conservé un niveau plus important d'investissements en actions, mais ils investissent principalement sur leur marché d'origine ou, lorsqu'ils investissent à l'étranger, en dehors de la zone euro. Il est nécessaire d'évaluer les facteurs économiques influant sur les investissements en actions des entreprises d'assurance et des fonds de pension, y compris les investissements au sein de l'UE, et l'impact potentiel des contraintes réglementaires au niveau de l'UE et au niveau national, ainsi que d'autres facteurs.

Enfin, il faut élargir la **couverture géographique des marchés des capitaux** afin que tous les États membres puissent profiter des avantages d'une plus grande intégration et d'un approfondissement des marchés des capitaux. L'union des marchés des capitaux peut contribuer au développement des segments de marché et des canaux de financement qui nécessitent d'être proches des entreprises et des investisseurs et de leur offrir des solutions locales. Dans le même temps, l'UMC conduira à une plus grande intégration des marchés des capitaux, ce qui permettra aux entreprises et aux investisseurs d'accéder à des sources de capitaux plus abondantes dans d'autres pays de l'UE.

4. DE NOUVELLES INITIATIVES PRIORITAIRES VISANT À RENFORCER LE PLAN D'ACTION POUR L'UMC

Les défis que constituent ces évolutions nécessitent de redéfinir le plan d'action pour l'UMC afin qu'il apporte des réponses fortes. Le présent examen à mi-parcours s'articule autour d'une série de nouvelles mesures prioritaires qui restent centrées sur la simplification des investissements transfrontières et la mise en place d'écosystèmes de marchés des capitaux dans l'ensemble de l'UE et la prise en compte d'autres dimensions du développement de systèmes européens de marchés des capitaux.

Les mesures définies dans le présent document, ainsi que les travaux en cours sur l'UMC, forment la base d'une contribution décisive et durable à la mise en place des fondements d'une véritable union des marchés des capitaux d'ici 2019. Les nouvelles initiatives exposées dans la présente communication seront intégrées dans le programme de travail de 2018 de la Commission. Toutes les mesures seront élaborées conformément aux principes du «mieux légiférer», ce qui impliquera notamment, lors de l'élaboration de propositions législatives, d'en évaluer l'impact, de réduire le plus possible les coûts de mise en conformité qui en découlent et d'en garantir la proportionnalité.

Un aperçu général des mesures visant à mettre en place les éléments constitutifs de l'union des marchés des capitaux d'ici à 2019 est présenté en annexe. Le document de travail qui accompagne la présente communication¹⁵ fournit de plus amples informations sur les travaux des services de la Commission visant à mettre en œuvre les engagements relatifs à l'UMC. La mise en œuvre rapide de ce programme insufflera à la création de l'union des marchés des capitaux un élan irréversible.

¹⁵ Document de travail des services de la Commission (*Economic Analysis*) accompagnant la présente communication.

4.1. Renforcer l'efficacité de la surveillance en vue d'accélérer l'intégration des marchés

La surveillance sera au cœur des efforts de construction de l'UMC en raison du rôle central qu'elle joue dans l'accélération de l'intégration des marchés et dans la création, pour les entités financières et les investisseurs, d'opportunités liées au marché unique.

Il faut que la surveillance soit plus efficace et plus cohérente afin d'éliminer les possibilités d'arbitrage réglementaire entre les États membres en fonction de la manière dont ceux-ci surveillent les entités et activités financières.

Une surveillance efficace et cohérente garantit le bon fonctionnement des marchés des capitaux en supprimant les obstacles à l'investissement transfrontière et contribue à simplifier l'environnement des entreprises et à réduire les coûts de mise en conformité qui résultent des divergences de mise en œuvre auxquelles sont confrontées les entreprises qui opèrent sur une base transfrontière. Une surveillance plus efficace crée, pour les entités financières et les investisseurs, des opportunités supplémentaires liées au marché unique, et permet aux entreprises d'avoir accès à un marché plus vaste pour trouver des financements. Une surveillance cohérente et efficace contribue également à améliorer la protection des investisseurs, à conforter la confiance dans les marchés de capitaux et à préserver la stabilité financière.

L'AEMF, l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (AEAPP) et l'Autorité bancaire européenne (ABE), ont un rôle essentiel à jouer en faveur de la convergence des activités de surveillance et, partant, de l'intégration du marché.

La récente consultation sur les AES¹⁶ a montré qu'une évolution des règles régissant leurs activités était nécessaire afin d'accroître l'efficacité de la surveillance. Les réponses des parties prenantes à la consultation ont mis en évidence la nécessité d'adapter le cadre réglementaire dans lequel les AES exercent leurs activités afin d'améliorer leur aptitude à surveiller le secteur financier et leur permettre ainsi de mieux atteindre leurs objectifs.

L'AEMF en particulier joue un rôle essentiel dans l'intégration des marchés financiers. Pour garantir que l'approche de la surveillance se situe à l'échelle de l'UE et que le «règlement uniforme» pour les marchés des capitaux soit appliqué de manière cohérente, il est nécessaire de renforcer la capacité de l'AEMF à repérer les faiblesses de la surveillance nationale et à y remédier, et à identifier les domaines dans lesquels une surveillance directe de l'AEMF pourrait être justifiée.

Les défis que posent les contreparties centrales valent particulièrement d'être notés. Du fait de la taille et de l'interconnexion des contreparties centrales, leur importance systémique pour le système financier de l'UE s'est accrue, ce qui a fait ressortir les insuffisances de leur encadrement actuel. La Commission a annoncé son intention de présenter une proposition législative en juin en vue de renforcer l'encadrement des contreparties centrales de l'UE et de pays tiers afin de garantir leur sécurité et leur solidité ainsi que la stabilité financière, et de soutenir la poursuite du développement de l'union des marchés des capitaux.

Les instruments de surveillance de l'AEMF devraient être optimisés afin que les insuffisances observées sur le plan des pratiques nationales de surveillance et de leurs

¹⁶ [Consultation publique sur les activités des autorités européennes de surveillance.](#)

résultats soient traitées de manière uniforme et cohérente, dans le respect du principe de subsidiarité.

Action prioritaire n° 1

La Commission proposera, au troisième trimestre de 2017, des modifications du fonctionnement de l'AEMF et des autres autorités européennes de surveillance en vue de favoriser l'efficacité et la cohérence de la surveillance dans l'ensemble de l'UE et au-delà. Dans certains domaines ciblés, la Commission renforcera les pouvoirs de l'AEMF, y compris, dans les cas où cela se justifie, en la chargeant d'une surveillance directe, afin de soutenir le bon fonctionnement de l'union des marchés des capitaux.

4.2. Renforcer la proportionnalité des règles pour faciliter les entrées en bourse et soutenir les entreprises d'investissement

Davantage doit être fait pour que les entreprises et les investisseurs européens puissent tirer pleinement parti des marchés boursiers. Le nombre de PME cotées en bourse reste particulièrement faible dans l'Union. Le montant de capitaux levés sur les bourses de PME a diminué de 9 milliards d'EUR depuis la crise.

Les petites et moyennes entreprises désireuses de lever moins de 100 millions d'EUR sur les marchés boursiers se heurtent à un certain nombre d'obstacles. L'environnement réglementaire actuel peut parfois les décourager dans leur démarche. Le plan d'action en faveur de l'UMC a souligné l'importance de veiller à ce que les marchés de croissance des PME¹⁷ offrent une protection suffisante aux investisseurs tout en évitant les formalités administratives inutiles.

La Commission a travaillé avec des représentants d'écosystèmes boursiers pour évaluer le fonctionnement des bourses de PME et trouver des solutions potentielles aux problèmes qui font obstacle à l'entrée en bourse des PME¹⁸. Ses services publieront prochainement un rapport sur ces obstacles, qui servira de point de départ à un programme de travail cohérent dans ce domaine, et notamment en ce qui concerne l'action prioritaire n° 2.

En s'appuyant sur les contributions les plus intéressantes des parties prenantes, la Commission passera en revue les obstacles réglementaires à l'admission des PME sur les marchés réglementés et leurs marchés de croissance, comme le prévoit l'appel à contributions¹⁹. Cet examen ciblé des dispositions essentielles de la législation sectorielle

¹⁷ La directive MiFID II ([directive 2014/65/UE](#) du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers, JO L 173 du 12.6.2014, p. 349) prévoit la création de «marchés de croissance des PME», une nouvelle catégorie de marchés destinée à faciliter l'accès des petites et moyennes entreprises aux capitaux. Il s'agit plus particulièrement d'un système multilatéral de négociation dans lequel au moins 50 % des émetteurs des instruments financiers qui s'y négocient sont des PME, lesquelles sont définies comme étant des entreprises dont la capitalisation boursière moyenne est inférieure à 200 millions d'EUR.

¹⁸ Deux ateliers ont eu lieu en octobre et décembre 2016 autour des thèmes suivants: faciliter l'admission des actions de PME à la négociation; les solutions aux difficultés réglementaires et aux défaillances de marché; et les obstacles rencontrés par les marchés de croissance des PME.

¹⁹ Des participants à la consultation publique et à l'appel à contributions considèrent que, pour alléger la charge administrative des petits émetteurs, il est possible de modifier des aspects techniques de la réglementation sans en altérer les principes essentiels. Il pourrait s'agir notamment des aspects

(par exemple, la directive MiFID II et le règlement MAR²⁰) visera à déterminer dans quelle mesure ces dispositions législatives tiennent compte des contraintes des PME et de leurs «marchés de croissance»²¹.

Action prioritaire n° 2

La Commission cherchera à déterminer, au moyen d'une analyse d'impact, si des modifications ciblées de la législation pertinente de l'UE peuvent créer un environnement réglementaire plus proportionné qui facilite l'entrée en bourse des PME. Cette analyse pourrait conduire à des modifications ciblées de la législation sectorielle au deuxième trimestre de 2018.

Les entreprises d'investissement fournissent aux investisseurs toute une gamme de services qui leur donnent accès aux marchés de valeurs mobilières et d'instruments dérivés: conseils d'investissement, gestion de portefeuille, courtage, exécution d'ordres, négociation pour compte propre, placement de titres, etc. Le cadre européen régissant leur agrément et l'exercice de leur activité est défini par la MiFID. Ces entreprises sont par ailleurs soumises aux règles prudentielles fixées par le CRR/CRD²². Un cadre prudentiel et de surveillance plus efficace, adapté à la taille et à la nature des entreprises d'investissement, rétablirait des conditions de concurrence équitables, stimulerait la concurrence, ouvrirait de nouvelles perspectives aux investisseurs et leur faciliterait l'accès à de meilleures solutions de gestion des risques. Il devrait donc permettre d'éviter les délocalisations motivées par des arbitrages réglementaires ou par des divergences entre les cadres de surveillance.

Action prioritaire n° 3

La Commission présentera, au quatrième trimestre de 2017, une proposition législative de réexamen du traitement prudentiel réservé aux entreprises d'investissement.

4.3. Exploiter le potentiel de la technologie financière (FinTech)

La Commission examine comment la technologie financière peut contribuer à approfondir et à élargir les marchés de capitaux de l'UE en se servant des possibilités offertes par le numérique pour faire évoluer les modèles d'entreprise dans le domaine de la gestion d'actifs, de l'intermédiation en services d'investissement et de la distribution de produits, grâce à des solutions fondées sur les données.

Les entreprises innovantes (tant les start-up que les sociétés déjà établies sur le marché) craignent que les pratiques de surveillance nationales ne limitent leur capacité à innover et à proposer des services transfrontières. Elles affirment notamment devoir faire face à

techniques liés aux listes d'initiés et aux obligations d'information concernant les transactions effectuées par les dirigeants.

²⁰ [Règlement \(UE\) n° 596/2014 du 16 avril 2014](#) sur les abus de marché, JO L 173 du 12.6.2014, p. 1.

²¹ Cet examen pourra porter sur la législation sectorielle qui est déjà en vigueur ou qui le sera prochainement. En attendant sa conclusion, c'est la législation sectorielle existante qui continuera de s'appliquer.

²² [Directive 2013/36/UE](#) du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et la surveillance prudentielle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (JO L 176 du 27.6.2013, p. 338); [règlement \(UE\) n° 575/2013](#) du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement (JO L 176 du 27.6.2013, p. 1).

des pratiques disproportionnées ou incohérentes dans l'application des exigences réglementaires.

Récemment, les autorités de réglementation et de surveillance de certains États membres ont trouvé des moyens de favoriser le développement des entreprises innovantes en travaillant avec celles-ci pour mieux comprendre les problèmes qui leur sont propres. Parmi les initiatives prises – appelées «bacs à sable réglementaires» – figurent des plateformes qui fournissent des orientations sur la réglementation applicable et une assistance prudentielle directe pendant que l'entreprise teste ses activités.

Des efforts ont par ailleurs été faits, dans la législation récente (directive sur les services de paiement, par exemple), pour reconnaître l'existence des entreprises de technologie financière et mettre en place une stratégie équilibrée à leur égard²³.

De la consultation publique sur la technologie financière qui s'est ouverte le 23 mars 2017 (et se poursuit encore), la Commission tirera des informations utiles pour:

- évaluer la nécessité de créer de nouveaux mécanismes d'agrément, davantage proportionnés, pour les entreprises et les activités de technologie financière, dans des domaines tels que le financement participatif par l'investissement ou le prêt;
- trouver le moyen d'aider les entreprises de technologie financière agréées dans un seul pays de l'UE à exercer des activités sur une base transfrontière, en faisant en sorte qu'elles n'aient pas besoin de demander un nouvel agrément dans chaque pays concerné de l'UE («passeportage»).

Action prioritaire n° 4

S'agissant des activités de technologie financière, la Commission évaluera, au quatrième trimestre de 2017, dans le cadre d'une stratégie globale de facilitation de la technologie financière, l'intérêt d'encadrer l'octroi des agréments et le passeportage au niveau de l'UE.

4.4. Renforcer les activités de prêt et la stabilité des banques en exploitant les possibilités offertes par les marchés de capitaux

Les marchés de capitaux peuvent aussi aider les banques européennes à surmonter les difficultés imputables aux prêts non productifs, qui pèsent lourdement sur certains systèmes bancaires nationaux. Ces prêts diminuent fortement la rentabilité des banques et leur capacité à prêter, notamment aux PME.

Pour être durable, toute solution à ce problème doit reposer sur des politiques propres à améliorer le fonctionnement des marchés secondaires des prêts non productifs. Il pourrait notamment s'agir de mesures visant à améliorer la prévisibilité et la transparence de ces marchés afin que tout acheteur potentiel de prêts non productifs puisse déterminer plus précisément le prix de ces actifs.

Les banques, quant à elles, pourraient vendre leurs prêts non productifs à un éventail d'investisseurs plus large et ainsi obtenir peut-être un prix qui reflète mieux la valeur sous-jacente des actifs. Cela permettra aux établissements d'assainir leur bilan et d'être ainsi mieux à même de fournir de nouveaux flux de crédit à l'économie.

²³ [Directive \(UE\) 2015/2366](#) du 25 novembre 2015 concernant les services de paiement dans le marché intérieur, JO L 337 du 23.12.2015, p. 35.

Les services de la Commission lanceront prochainement une consultation publique sur une éventuelle action de l'Union dans des domaines tels que la gestion des prêts par des tiers (c'est-à-dire toute partie autre que le prêteur initial) et la cession de créances, y compris aux entités qui ne sont pas des banques.

La gestion des prêts non productifs aurait aussi tout à gagner de cadres plus efficaces et plus prévisibles en matière de recouvrement de prêts et d'insolvabilité qui seraient conçus pour permettre aux créanciers garantis de récupérer rapidement la valeur recouvrable. L'exercice comparatif en cours prendra fin au quatrième trimestre de 2017. Il permettra de mieux comprendre les caractéristiques des systèmes de recouvrement/d'insolvabilité qui contribuent positivement ou négativement à leurs résultats.

L'exercice met par ailleurs en lumière les problèmes que pose aux banques et aux autres créanciers garantis le peu d'efficacité des cadres juridiques dans l'exécution des garanties (*collateral*) sécurisant les prêts non productifs. Il est possible, en s'appuyant sur l'expérience de certains États membres, de renforcer la capacité des créanciers garantis à recouvrer la valeur des garanties sécurisant les prêts accordés aux entreprises et aux entrepreneurs, d'une manière qui ne nécessite pas de toucher aux systèmes nationaux d'insolvabilité et de pré-insolvabilité et qui soit compatible avec les objectifs de la proposition relative à la restructuration et à la deuxième chance.

Action prioritaire n° 5

Dans le cadre de l'action qu'elle mène pour traiter la question des prêts non productifs, la Commission présentera des mesures d'appui aux marchés secondaires des prêts non productifs. Elle lancera également une analyse d'impact afin d'évaluer la possibilité de soumettre une initiative législative visant à renforcer la capacité des créanciers garantis à récupérer de la valeur sur les prêts accordés aux entreprises et aux entrepreneurs grâce aux garanties qui les sécurisent (premier trimestre 2018), tout en maintenant la cohérence et la complémentarité avec sa proposition sur l'efficacité des systèmes de pré-insolvabilité/restructuration présentée en novembre 2016 et en mettant tout en œuvre pour aider les colégislateurs à trouver en priorité un accord sur cette proposition.

4.5. Renforcer la position dominante de l'UE dans le domaine de l'investissement durable

Le programme de développement durable à l'horizon 2030 des Nations unies²⁴ et l'Accord de Paris indiquent clairement qu'il est essentiel de réformer le système financier si l'on veut engager nos économies sur la voie d'une croissance durable. Il nous faut repenser notre cadre financier en profondeur et dans sa globalité pour réorienter les flux de capitaux privés vers des investissements plus durables.

Les décisions d'investissement à long terme devraient tenir compte de façon large des risques et des bénéfices, notamment ceux liés aux externalités environnementales ou sociales.

Il est également essentiel de traiter les risques climatiques et environnementaux pour assurer la stabilité du système financier. À cette fin, la Commission a créé un groupe d'experts à haut niveau sur la finance durable chargé d'élaborer un programme d'action

²⁴ [Résolution A/RES/70/1 des Nations unies.](#)

européen. Le groupe publiera ses recommandations en matière de stratégie européenne globale sur la finance durable d'ici à décembre 2017.

Les marchés financiers font de plus en plus la distinction entre les investissements durables et les autres. Les obligations vertes sont à l'avant-garde de ce type d'investissement. Les fonds à vocation sociale et les prêts hypothécaires liés au rendement énergétique en sont d'autres exemples. Le développement de ces marchés devrait être soutenu par l'adoption, au niveau de l'UE, de mesures visant à améliorer la confiance dans la mise en œuvre des projets, les obligations d'information et les labels et à assurer une reconnaissance réglementaire adéquate de toute amélioration constatée dans le rapport risques / bénéfiques de ces actifs.

La Commission publiera prochainement des lignes directrices non contraignantes grâce auxquelles les entreprises disposeront d'une méthode fondée sur des principes qui les aidera à respecter les exigences de l'UE en matière de publication d'informations non financières. Ces lignes directrices s'appuieront sur des cadres sectoriels ou thématiques tels que les prochaines recommandations du groupe de travail sur l'information financière en rapport avec le climat créé par le CSF, qui pourraient être utiles pour la publication d'informations non financières.

Dans le cadre de la consultation relative à l'examen à mi-parcours de l'UMC, la Commission a été invitée à réfléchir aux mesures qui pourraient être prises dès à présent pour commencer à réajuster le cadre financier de l'UE. Voici quelques exemples de mesures envisagées:

- préciser que l'intégration des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) dans le processus décisionnel fait partie des obligations fiduciaires des détenteurs et gestionnaires d'actifs;
- veiller à ce que la durabilité soit davantage au cœur de la gouvernance d'entreprise;
- promouvoir une meilleure intégration des résultats ESG dans la notation des émetteurs et les principaux indicateurs de référence du marché.

Le réexamen du cadre relatif au Fonds européen pour les investissements stratégiques (EFSI) met également davantage l'accent sur la réalisation des objectifs sociaux et environnementaux de l'UE. Il conviendrait de combiner les capitaux privés, le financement de l'EFSI et d'autres fonds de l'UE de manière efficace pour que les investissements s'orientent davantage vers ces externalités sociales et environnementales positives, ce qui faciliterait également la réalisation des objectifs du socle européen des droits sociaux récemment mis en place²⁵.

Action prioritaire n° 6

La Commission décidera, pour le premier trimestre de 2018 au plus tard, des suites concrètes qu'elle donnera aux recommandations du groupe d'experts à haut niveau sur la finance durable. Elle engagera en particulier dès maintenant les travaux d'élaboration de mesures visant à améliorer la publication d'informations et l'intégration du principe de durabilité et des critères ESG dans les méthodes de notation et les processus de surveillance, ainsi que dans les mandats de gestion des

²⁵ [Communication de la Commission intitulée «Mise en place d'un socle européen des droits sociaux», COM/2017/0250 final](#) du 26 avril 2017.

investisseurs institutionnels et des gestionnaires d'actifs. Elle définira également une approche permettant de prendre en compte les considérations de durabilité dans les prochaines révisions de la législation financière.

4.6. Investissement transfrontière

Les fonds d'investissement établis dans l'UE restent de petite taille et moins rentables que dans d'autres pays, tandis que leur répartition géographique demeure limitée. Il apparaît, à la lumière des données recueillies pendant la consultation publique, que cette situation s'explique principalement par le manque de convergence dans les domaines de la réglementation et de la surveillance, et notamment par une divergence des exigences nationales relatives à l'utilisation du passeport de commercialisation au titre des directives OPCVM et AIFM. Une extension de la commercialisation transfrontière, en particulier par la voie du numérique, permettrait aux fonds de se développer, d'allouer les capitaux plus efficacement dans l'ensemble de l'Union et d'affronter la concurrence sur leur marché national, dans l'intérêt de la rentabilité et de l'innovation.

Les obstacles à la commercialisation transfrontière des fonds d'investissement ont également été répertoriés par la Commission et un groupe d'experts composé de représentants des États membres. Cela a permis d'établir une feuille de route – approuvée par les États membres en mai 2017 – qui vise à s'attaquer aux premiers obstacles recensés et à détecter puis démanteler d'autres obstacles potentiels dans des domaines présentant un lien avec l'UMC.

Outre des mesures relatives aux fonds d'investissement, cette feuille de route contient des mesures concernant des domaines tels que les procédures de retenue à la source.

Action prioritaire n° 7

La Commission lancera, au premier trimestre de 2018, une analyse d'impact afin d'évaluer la possibilité de présenter une proposition législative propre à faciliter la commercialisation et la surveillance transfrontières des OPCVM et des FIA.

La stabilité de l'environnement réglementaire est indispensable pour encourager davantage l'investissement dans l'Union européenne. Il est particulièrement important pour les investisseurs de l'UE, les administrations nationales, les parties prenantes, ainsi que pour les juges nationaux, que les normes matérielles du droit de l'Union gagnent en clarté. Cela devrait permettre d'améliorer la transparence concernant la protection des droits des investisseurs de l'UE dans le marché unique.

Les traités bilatéraux d'investissement (TBI) conclus entre les États membres réservent, aux investissements transfrontières réalisés dans le marché unique, des traitements divers qui sortent du cadre juridique de l'UE. Ils sont incompatibles avec le droit de l'Union. La Commission a engagé des procédures d'infraction en ce qui concerne des TBI intra-UE. Elle évalue par ailleurs les options envisageables pour mettre en place un cadre de résolution à l'amiable des différends en matière d'investissement.

Action prioritaire n° 8

Au premier trimestre de 2018, la Commission adoptera une communication interprétative donnant des orientations sur les règles applicables dans l'Union en matière de traitement des investissements transfrontières réalisés sur le territoire de cette dernière.

Elle lancera par ailleurs immédiatement une analyse d'impact en vue de définir un cadre adéquat de résolution à l'amiable des différends en matière d'investissement.

4.7. Soutenir le développement local d'écosystèmes de marchés de capitaux

Pour que le financement de marché soit une alternative viable et durable aux prêts bancaires, l'union des marchés des capitaux doit mettre en place les circuits financiers, les conventions de marché et l'infrastructure technique et juridique nécessaires. Les acteurs du marché pourront ainsi opérer au niveau local, régional ou national et réaliser en toute confiance des transactions à l'échelle paneuropéenne.

Les marchés de capitaux affichent une maturité très différente selon les pays. Il est nécessaire d'élargir leur couverture géographique afin que tous les États membres puissent tirer parti de leur approfondissement et du renforcement de leur intégration. C'est dans les États membres du centre, de l'est et du sud-est de l'Europe (CESEE) que la tâche sera la plus difficile.

Pour favoriser le développement de marchés locaux et contribuer à la consolidation des écosystèmes de marchés de capitaux par une assistance technique, la Commission collabore activement avec un nombre croissant d'États membres²⁶.

Les débats qu'elle a organisés dans le cadre de l'Initiative de Vienne, qui soutient l'investissement dans la région CESEE et au-delà, ont conduit à la mise en place d'un groupe de travail sur l'UMC en mars 2017. Ce groupe de travail publiera, d'ici à la fin de 2017, un rapport qui recense les domaines de travail les plus importants et propose des solutions pour développer plus avant les marchés de capitaux.

La Commission continuera de soutenir énergiquement les actions entreprises pour étendre la couverture géographique des marchés de capitaux, au moyen de solutions de proximité et de solutions locales assurant le financement des PME. Une piste à ne pas négliger si l'on veut atteindre ces objectifs est la fourniture d'une aide technique aux États membres par l'intermédiaire du programme d'appui à la réforme structurelle. Ce programme contribuera à la réalisation de réformes structurelles institutionnelles, administratives et propices à la croissance dans les États membres en apportant un appui aux autorités nationales. La Commission a reçu à ce jour, en provenance de treize États membres, plus d'une cinquantaine de demandes d'aide technique dans le secteur financier, axées principalement sur le développement des marchés de capitaux²⁷.

Action prioritaire n° 9

D'ici au deuxième trimestre de 2018, la Commission proposera une stratégie globale de l'UE sur les mesures qui peuvent être prises au niveau de celle-ci pour favoriser le développement local et régional des marchés de capitaux dans l'ensemble de

²⁶ Gérée en partenariat avec la Banque européenne d'investissement, la plate-forme «fi-compass» a fourni dans 26 États membres, dont ceux de la région CESEE, un appui concernant les instruments financiers financés par les Fonds structurels et d'investissement européens.

²⁷ Ces demandes couvrent des domaines aussi variés que l'amélioration de l'accès au marché, le développement des entreprises en phase de croissance, les sources de financement alternatif pour les entreprises matures (titrisation, etc.) et la surveillance des marchés de capitaux.

L'Union. Elle s'appuiera pour ce faire sur le rapport du groupe de travail UMC de l'Initiative de Vienne, et tiendra compte de l'expérience qu'elle aura acquise dans la fourniture de l'aide technique prévue par le programme d'appui à la réforme structurelle, pour laquelle la demande ne cesse de croître.

5. CONCLUSION: CONDUIRE DES RÉFORMES AUX EFFETS DURABLES

L'union des marchés des capitaux a pour objet de créer les conditions favorables au développement et au renforcement de nouvelles formes de financement pour les entreprises, tout spécialement celles de petite taille, et pour les investissements de long terme et les investissements dans les infrastructures. Elle vise, par le recours aux innovations financières, à remédier au manque d'informations entre les investisseurs et les entreprises et à offrir aux petits investisseurs des possibilités d'investissement plus rentables. L'union des marchés des capitaux a également pour objet de collecter des capitaux privés pour financer des investissements durables, en trouvant les moyens de créer une réglementation financière qui accélère la réorientation des capitaux privés vers les projets environnementalement et socialement durables, au détriment des projets non durables.

L'union des marchés des capitaux cherche à rendre l'économie de l'Union européenne moins dépendante du crédit bancaire par la création d'un système plus diversifié dans lequel le financement non bancaire compléterait efficacement les canaux traditionnels du financement bancaire.

Les montants disponibles pour financer l'économie de l'Union augmenteraient en conséquence. Parce que l'union des marchés des capitaux passe par un rééquilibrage général du système financier de l'UE, une évolution structurelle d'une telle ampleur a besoin de temps pour prendre corps et s'affermir.

La réforme réglementaire ne constitue qu'une partie du changement nécessaire. Il faut du temps pour mettre en place les circuits financiers, les conventions de marché et les infrastructures techniques et juridiques qui permettront aux acteurs du marché d'effectuer des transactions plus efficacement.

La Commission a tenu les engagements pris en septembre 2015 dans le plan d'action relatif à l'union des marchés des capitaux sans s'écarter du calendrier initialement fixé. Son objectif a été de provoquer le changement et, ce faisant, de développer le financement de marché et d'en accroître l'efficacité. La Commission a notamment présenté des propositions visant à développer les marchés du capital-risque; à permettre aux entreprises d'accéder plus facilement et à moindres frais aux marchés boursiers en révisant la réglementation sur les prospectus; à supprimer le traitement fiscal préférentiel de l'endettement par rapport aux fonds propres; à promouvoir la sécurité et la liquidité du marché de la titrisation; et à donner aux entrepreneurs honnêtes la possibilité de se restructurer ou de bénéficier d'une deuxième chance en cas de faillite. La Commission a également adopté des mesures destinées à encourager les entreprises d'assurance et les banques à investir dans les infrastructures.

Comme suite aux travaux préparatoires généraux annoncés dans le plan d'action initial, la Commission présentera prochainement des propositions visant à créer un produit paneuropéen d'épargne retraite individuelle qui soit simple, performant et compétitif et à éliminer les obstacles transfrontières à la propriété de titres. Elle présentera également des propositions relatives aux obligations garanties.

Parmi les nouvelles priorités de l'examen à mi-parcours du plan d'action relatif à l'UMC, la Commission cherchera à renforcer le cadre de surveillance des marchés de capitaux, à accroître la proportionnalité des règles concernant les petites entreprises cotées et les entreprises d'investissement, à supprimer les derniers obstacles aux investissements transfrontières, à renforcer la position dominante de l'Union dans le domaine du financement durable et à favoriser le développement de la technologie financière.

L'examen à mi-parcours fixe un vaste programme de réformes qui doit aboutir à la mise en place des éléments constitutifs de l'union des marchés des capitaux en 2019 au plus tard. Cela permettra d'ancrer les conditions indispensables à la réforme du système financier de l'UE, qui consiste à trouver un équilibre entre financement bancaire et financement non bancaire.

Ces mesures permettront également aux marchés de capitaux de l'UE de faire face aux nouveaux défis, parmi lesquels la sortie du Royaume-Uni du marché unique.

Le succès de l'union des marchés des capitaux dépendra du degré d'engagement politique du Parlement européen et des États membres ainsi que de la manière dont les acteurs du marché en exploiteront les divers éléments. Le secteur doit fournir sa part d'efforts en dissipant la méfiance de ses clients et en renforçant la confiance dans les marchés de capitaux de l'Union européenne.

La Commission fera régulièrement rapport au Parlement européen et au Conseil sur les progrès accomplis. Ses rapports devraient servir de base à un renforcement du dialogue entre les institutions, afin de veiller à ce que, au cours de la législature actuelle, des progrès décisifs soient faits concernant les mesures prioritaires proposées.

Annexe – Vue d’ensemble des éléments constitutifs de l’UMC à mettre en place en 2019 au plus tard

La présente annexe donne un aperçu des mesures destinées à mettre en place, d’ici à 2019, les éléments constitutifs de l’UMC. Y figurent les mesures prioritaires issues de l’examen à mi-parcours, les mesures de suivi des engagements existants et un certain nombre de nouvelles mesures.

Des informations plus détaillées sur toutes ces mesures sont fournies dans le document de travail des services de la Commission (*Economic Analysis*) qui accompagne la présente communication. Les tableaux ci-dessous précisent également – lorsqu’elle a déjà été décidée – la nature de la mesure: **proposition législative (L)**, **mesure de niveau 2 (L2)**, **mesure non législative (NL)** ou **communication de la Commission (C)**.

RENFORCER LA CAPACITÉ DES MARCHÉS DE CAPITAUX DE L’UE			
Surveillance	Proposer des modifications du fonctionnement de l’AEMF et des autres AES afin de promouvoir l’efficacité et la cohérence de la surveillance dans l’ensemble de l’Union européenne et au-delà (action prioritaire n° 1)	Action prioritaire (L)	3 ^e trim. 2017
Développer les marchés de capitaux à l’échelle locale et régionale	Stratégie globale de l’UE concernant le développement local et régional de marchés de capitaux dans l’UE (action prioritaire n° 9)	Action prioritaire (NL)	2 ^e trim. 2018

FINANCER L’INNOVATION, LES START-UP ET LES SOCIÉTÉS NON COTÉES			
Plates-formes de financement des entreprises innovantes	Évaluer l’intérêt d’encadrer au niveau de l’UE l’octroi des agréments et le passeportage en ce qui concerne les activités de technologie financière (action prioritaire n° 4)	Action prioritaire	4 ^e trim. 2017
	Rapport sur les bonnes pratiques dans le financement de la chaîne d’approvisionnement	Nouvelle action (NL)	4 ^e trim. 2018
Investisseurs providentiels et capital-risque	Bonnes pratiques en matière de régimes d’incitations fiscales pour le capital-risque et les investisseurs providentiels	Action de suivi (NL)	2017-2018
Placements privés	Recommandation visant à promouvoir les bonnes pratiques	Action de suivi (NL)	4 ^e trim. 2017
Barrières à l’information qui constituent un frein au financement des PME	Sélection des propositions reçues à la suite de l’appel à propositions lancé pour le financement de projets de renforcement des capacités au titre du programme Horizon 2020	Action de suivi (NL)	4 ^e trim. 2017

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

FAIRE EN SORTE QUE LES ENTREPRISES PUISSENT PLUS FACILEMENT ENTRER EN BOURSE ET Y LEVER DES CAPITAUX			
Prospectus relatifs aux offres publiques	Mesures d'exécution	Action de suivi (L2)	2018-2019
Marchés des obligations d'entreprises	Communication (feuille de route) visant à proposer des mesures de suivi possibles	Action de suivi (C)	4 ^e trim. 2017
Train de mesures en faveur de l'entrée en bourse des PME	Chercher à déterminer, au moyen d'une analyse d'impact, si des modifications ciblées de la législation pertinente de l'UE peuvent créer un environnement réglementaire plus proportionné qui facilite l'entrée en bourse des PME (action prioritaire n° 2)	Action prioritaire	2 ^e trim. 2018
	Analyse de l'impact des règles de niveau 2 de la directive MiFID II sur l'analyse financière relative aux PME cotées	Nouvelle action (NL)	1 ^{er} trim. 2019
	Suivre les progrès accomplis dans la concrétisation de l'engagement pris par l'IASB d'améliorer la publication, la facilité d'utilisation et l'accessibilité des IFRS	Actions de suivi (NL)	En cours
	Élaborer de bonnes pratiques concernant l'utilisation des fonds de l'UE par les États membres afin de financer une partie des coûts supportés par les PME pour faire admettre leurs actions sur les marchés de croissance des PME	Nouvelle action (NL)	2 ^e trim. 2018
Exigences prudentielles proportionnées	Proposition législative visant à améliorer la proportionnalité des règles prudentielles pour les entreprises d'investissement (action prioritaire n° 3)	Action prioritaire (L)	4 ^e trim. 2017

INVESTIR DANS LE LONG TERME, LES INFRASTRUCTURES ET LES PROJETS DURABLES			
Investissement à long terme	Analyse des ressorts des investissements en actions des entreprises d'assurance et des fonds de pension	Nouvelle action (NL)	4 ^e trim. 2018
	Modifier le traitement prudentiel réservé par Solvabilité II au capital-investissement et aux placements privés de dette d'entreprise	Action de suivi (L2)	3 ^e trim. 2018
	Faire rapport sur la question de savoir si le traitement comptable réservé par IFRS 9 aux instruments de fonds propres est suffisamment propice au financement de long terme	Nouvelle action (NL)	2 ^e trim. 2018
Investissements dans les infrastructures	Mesures visant à revoir le calibrage des facteurs de risque pour les entreprises d'infrastructure	Action de suivi (L2)	2 ^e trim. 2017
Investissements durables	Décider des suites concrètes à donner aux recommandations du groupe d'experts à haut niveau sur la finance durable (priorité d'action n° 6)	Action prioritaire	1 ^{er} trim. 2018

ENCOURAGER L'INVESTISSEMENT DE DÉTAIL			
Pensions personnelles	Proposition législative relative à un produit paneuropéen d'épargne retraite individuelle	Action de suivi (L)	2 ^e trim. 2017
Marchés des produits d'investissement de détail	Suivi de l'étude sur les systèmes de distribution des produits d'investissement de détail dans l'ensemble de l'UE Rapports réguliers des AES sur le coût et la performance des principales catégories de produits d'investissement et d'épargne retraite à long terme destinés aux particuliers Étude de faisabilité concernant la création d'une plate-forme centralisée pour la communication obligatoire d'informations et les services connexes	Action de suivi (NL)	2 ^e trim. 2018
Engagement des investisseurs de détail	Élaborer de bonnes pratiques sur la base de l'expérience acquise par les États membres avec le compte d'épargne-placement et d'une étude existante sur les plans d'actionnariat salarié	Nouvelle action (NL)	1 ^{er} trim. 2019

RENFORCER LA CAPACITÉ DES BANQUES À SOUTENIR L'ENSEMBLE DE L'ÉCONOMIE			
Financement de marché pour les banques	Modifications du règlement délégué de la Commission visant à instaurer un traitement prudentiel spécial des titrisations STS dans le cadre de Solvabilité II	Action de suivi (L2)	En cours
	Proposition législative visant à créer un cadre de l'UE pour les obligations garanties	Action de suivi (L)	1 ^{er} trim. 2018
	Évaluer l'intérêt de créer des obligations garanties européennes pour les prêts aux PME et aux infrastructures	Action de suivi	2 ^e trim. 2018
Marchés secondaires des prêts non productifs	Présenter des mesures visant à développer un marché secondaire des prêts non productifs (action prioritaire n° 5)	Action prioritaire (NL et L)	4 ^e trim. 2017
	Lancer une analyse d'impact afin d'évaluer la possibilité de soumettre une initiative législative visant à renforcer la capacité des créanciers garantis à recouvrer la valeur des prêts garantis accordés aux entreprises et aux entrepreneurs (action prioritaire n° 5)	Action prioritaire	1 ^{er} trim. 2018
	Étude comparative des situations rencontrées par les banques en cas de prêts en souffrance dans le cadre des systèmes nationaux de recouvrement des prêts (y compris en matière d'insolvabilité)	Action de suivi (NL)	4 ^e trim. 2017

FACILITER L'INVESTISSEMENT TRANSFRONTIÈRE			
Fonds d'investissement	Analyse d'impact destinée à évaluer la possibilité de présenter une proposition législative visant à faciliter la commercialisation transfrontière des OPCVM et des FIA (action prioritaire n° 7)	Action prioritaire	1 ^{er} trim. 2018
Infrastructures post-marché	Communication (feuille de route) destinée à lever les «obstacles Giovannini» restants et d'autres obstacles	Action de suivi (C)	4 ^e trim. 2017

	Proposition législative définissant des règles en matière de conflit de lois pour l'opposabilité aux tiers des transactions sur titres et sur créances	Action de suivi (L)	4 ^e trim. 2017
Fiscalité	Bonnes pratiques et simplification du code de conduite concernant les procédures de retenue à la source, avec un accent particulier mis sur les remboursements	Action de suivi (NL)	4 ^e trim. 2017
	Étude sur les obstacles fiscaux discriminatoires aux investissements transfrontières des fonds de pension et des entreprises d'assurance vie	Action de suivi (NL)	4 ^e trim. 2017
Gouvernance d'entreprise	Faciliter l'exercice transfrontière des droits des actionnaires, notamment des droits de vote, dans le cadre de la mise en œuvre de la deuxième directive relative aux droits des actionnaires, publiée le 20 mai 2017	Nouvelle action (L2)	3 ^e trim. 2018
Entraves nationales à la libre circulation des capitaux	Suivre la mise en œuvre de la feuille de route sur la suppression des entraves nationales à la libre circulation des capitaux et continuer à débattre avec le groupe d'experts	Action de suivi (NL)	En cours
Stabilité du cadre réglementaire	Communication interprétative donnant des orientations sur les règles applicables dans l'UE en matière de traitement des investissements transfrontières sur le territoire de cette dernière (action prioritaire n° 8)	Action prioritaire (C)	1 ^{er} trim. 2018
	Étude d'impact visant à définir un cadre adéquat de résolution à l'amiable des différends en matière d'investissement (action prioritaire n° 8)	Action prioritaire	3 ^e trim. 2017
Renforcer les capacités pour préserver la stabilité financière	Faire en sorte que le CERS ait la capacité de surveiller les risques potentiels du financement de marché pour la stabilité financière	Action de suivi (L)	3 ^e trim. 2017