

L'UNION DES MARCHÉS DE CAPITAUX : PROGRÈS RÉALISÉS ET PROCHAINES ÉTAPES

OLIVIER GUERSENT*

Depuis 2008, l'urgence a consisté à remédier aux excès qui ont conduit à la crise financière des *subprimes* et à restaurer la stabilité financière. Huit années plus tard, le cadre réglementaire européen des services financiers a été entièrement renouvelé. Aujourd'hui, le plus grand défi auquel l'Union européenne (UE) est confrontée est le manque d'investissements, de croissance et d'emplois. Le produit intérieur brut (PIB) de l'UE augmente régulièrement, mais trop lentement. La perte de PIB nominal comparée aux tendances de la pré-crise est estimée à 5,25 % pour les pays de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), et à plus de 10 % pour certains États de l'UE (République tchèque, Estonie, Hongrie, Portugal, Irlande et Slovaquie) (Ollivaud et Turner, 2015). Avec un taux de chômage à 8,6 % en 2016, plus de 20,4 millions de personnes sont au chômage dans les vingt-huit États membres de l'UE, dont 4,2 millions âgés de moins de 25 ans (Eurostat, 2016).

137

Dans ce contexte, la priorité absolue de la Commission européenne est de renforcer l'économie européenne et de stimuler l'investissement afin de créer de nouveaux emplois. Dans une économie européenne qui est financée aux deux tiers par le crédit bancaire, la Commission a été à l'origine d'initiatives visant à préserver la capacité des banques à consentir des prêts aux entreprises européennes. La proposition de

* Directeur général adjoint, Direction générale stabilité financière, services financiers et Union des marchés de capitaux (FISMA), Commission européenne.
Contact : fisma-director-general@ec.europa.eu.

modifications du Règlement sur les exigences de fonds propres des banques (*Capital Requirements Regulation*), publiée en novembre 2016 (Commission européenne, 2016g), souhaite étendre le champ d'application du « facteur de soutien aux PME », qui permet aux banques de bénéficier d'une réduction de charge en capital, lorsqu'elles ont accordé des crédits à des petites et moyennes entreprises (PME).

Cette action est nécessaire, elle n'est pas suffisante. En complément d'un secteur bancaire solide, l'Europe a également besoin de marchés de capitaux plus forts qui offrent des sources alternatives de financement aux entreprises, accroissent les opportunités d'investissement des ménages européens et rendent l'économie du continent plus résiliente. Selon certaines estimations, le développement des marchés de capitaux pourrait permettre de libérer sur le long terme 2 000 Md€ à investir dans l'économie de l'UE et plus de 50 Md€ par an en termes de financements supplémentaires pour les entreprises européennes (Wright et Bax, 2016).

À l'heure actuelle, notre économie repose essentiellement sur le crédit bancaire pour son financement. Par exemple, les prêts bancaires représentent 14 % du passif de l'ensemble des sociétés européennes, contre 3 % seulement de celui des entreprises américaines. À l'inverse, les obligations d'entreprises sont beaucoup plus utilisées comme source de financement outre-Atlantique et représentent 11 % du passif des entreprises américaines, contre seulement 4 % de celui des sociétés européennes (Commission européenne, 2016a). Cette dépendance excessive au crédit bancaire peut s'avérer problématique, notamment lorsque en temps de crise, les banques peuvent contracter leur offre de prêt. On notera d'ailleurs qu'entre le pic atteint en janvier 2009 et janvier 2015, l'encours de prêts bancaires aux entreprises dans la zone euro a diminué de 12 % (soit une baisse de 600 Md€) (ABE, 2016). L'Europe a, en conséquence, un fort intérêt à bâtir des marchés de capitaux qui puissent répondre aux besoins de financement de toutes les entreprises, quel que soit leur stade de développement.

L'un des objectifs politiques fixés par Jean-Claude Juncker, lors de sa prise de fonction en tant que président de la Commission européenne, en novembre 2014, fut donc d'établir un véritable marché unique de capitaux en Europe. À cet effet, la Commission a adopté, en septembre 2015, un plan d'action visant à construire une « Union des marchés de capitaux » (UMC), pour les vingt-huit États membres de l'UE. Il s'agit d'un programme comprenant initialement trente-trois mesures que la Commission s'est engagée à mettre en œuvre d'ici à 2019.

À la suite du référendum britannique du 23 juin 2016, la Commission européenne a publié une communication qui soulignait que le

projet d'UMC conservait toute sa pertinence et que le développement de marchés de capitaux robustes au sein de l'UE était plus nécessaire que jamais (Commission européenne, 2016c). En conséquence, la Commission y appelait à une accélération des réformes indiquées dans le Plan d'action et y fixait une nouvelle série de priorités (notamment dans le domaine de la finance verte).

Depuis son lancement en septembre 2015, l'UMC reste structurée autour de six axes principaux. Cet article ne détaillera pas l'ensemble des trente-trois actions du Plan d'action (dont plus de la moitié de ces actions ont déjà été réalisées depuis sa publication). En revanche, il mentionnera les mesures les plus emblématiques, avant d'évoquer les moyens qui seront employés pour atteindre les objectifs de l'UMC.

DÉVELOPPER DE NOUVELLES SOURCES DE FINANCEMENT POUR LES PME EUROPÉENNES ET LES SOCIÉTÉS À FORTE CROISSANCE

Le premier objectif de l'UMC est de permettre l'accès des PME innovantes et des sociétés non cotées à des sources de financement par les marchés. Il est intéressant de souligner qu'une petite population d'entreprises à forte croissance (représentant moins de 10 % du total des entreprises) peut être à l'origine de plus des deux tiers des emplois créés (Bravo-Biosca *et al.*, 2013). Le développement d'outils de financement alternatifs pour ces sociétés en phase d'expansion est donc de la plus haute importance pour remettre l'économie européenne sur le chemin de la croissance et de l'emploi. Le financement des *start-up* est un problème récurrent de l'économie européenne, y compris pour les États membres qui ont réussi à maintenir un système bancaire performant pendant la crise.

C'est pourquoi le Plan d'action de l'UMC met l'accent sur le renforcement du marché européen du capital-risque (*venture capital*). Les « jeunes pousses » ont souvent des besoins de financement conséquents, alors que leur chiffre d'affaires peut être faible et que la valeur de leurs actifs à offrir en garantie aux banques demeure modeste. Cette situation rend difficile l'obtention ou le remboursement d'un prêt bancaire par les sociétés innovantes. Le financement par capitaux propres est donc souvent plus adapté à ce type d'entreprises.

Cependant l'industrie du capital-risque européenne est toujours à la traîne par rapport aux États-Unis, où elle représente 8 % de l'encours de financement des PME, contre seulement 1 % dans l'UE (AFME, 2015). En outre, le financement par capital-risque est inégalement réparti au sein de l'UE, puisque 90 % des investissements se

concentrent dans huit États membres seulement (Commission européenne, 2015c). Dans le cadre de l'UMC, la Commission européenne a élaboré une série de trois mesures destinées à favoriser l'essor du capital-risque en Europe. Tout d'abord, en juillet 2016, elle a proposé une modification législative des deux règlements encadrant les fonds de capital-risque en Europe (European Venture Capital Funds ou EuVECA et European Social Entrepreneurships Funds ou EuSEF) (Commission européenne, 2016b). Cette révision visait notamment à étendre les classes d'actifs éligibles ainsi qu'à permettre à un plus grand nombre de gérants de pouvoir assurer la gestion de ces véhicules. Un accord politique entre le Parlement européen et le Conseil européen sur cette proposition devrait intervenir au milieu de 2017. La deuxième mesure consiste à créer un ou plusieurs fonds de fonds européens de capital-risque. Pour atteindre cet objectif, l'UE déboursera 400 M€ et souhaite que le secteur privé investisse un montant équivalent. En novembre dernier, la Commission a publié un appel à candidatures, afin de trouver le ou les gérants issus du secteur privé qui assureront la gestion de ces fonds de fonds européens. Enfin elle a lancé en janvier 2016 une étude sur la manière dont les dispositifs fiscaux nationaux en faveur du capital-risque et des *business angels* peuvent soutenir l'investissement dans les *start-up*. *In fine*, le but de cette étude sera de promouvoir les incitations fiscales les plus efficaces dans l'ensemble des États membres.

140

Pour les entreprises de taille moyenne, le Plan d'action entend aussi développer le marché du « placement privé » en Europe. Un placement privé consiste généralement en l'émission d'une dette (sous la forme d'obligation ou de prêt) par une entreprise cotée ou non, pour une durée de moyen terme. Cette dette va être placée auprès d'investisseurs qualifiés (sociétés d'assurances, gérants de fonds, banques, etc.), qui seront liés à l'émetteur par une documentation *ad hoc*. Les marchés européens des placements privés ont connu une croissance très importante au cours de ces dernières années. Par exemple, le marché allemand des *Schuldscheine* a augmenté de 75 %, passant de 11,5 Md€ en 2014 à 20 Md€ en 2015 (Moody's Investor Services, 2016). Le marché de l'Euro-PP (principalement français) a, quant à lui, doublé, passant de 6,4 Md€ en 2014 à 12,8 Md€ en 2015 (Standard & Poor's Rating Services, 2016). Toutefois, si les marchés du placement privé sont désormais solidement établis en France et en Allemagne et semblent prendre leur essor dans une poignée d'autres États membres, leur développement reste largement insatisfaisant à travers l'UE. Afin de promouvoir ce mode de financement, la Commission européenne a apporté son soutien à une initiative de marché, développée par l'International Capital Markets Association (ICMA), qui a publié un guide

sur les placements privés (ICMA, 2016). L'une des principales barrières au développement des placements privés, citée par les acteurs de marchés, était l'absence de normalisation de la documentation et des pratiques de marché. En fournissant un cadre commun pour les émissions de placement privé, le guide publié par ICMA a contribué à faire évoluer ces marchés vers une approche standardisée et a renforcé la visibilité de cette source de financement auprès des entreprises de taille intermédiaire et des investisseurs. Au-delà de son soutien aux initiatives du secteur privé, la Commission a également lancé une étude visant à identifier les barrières économiques et réglementaires qui pourraient entraver le développement des placements privés à l'échelon national ou européen. Cette étude analysera également certaines pratiques de marché et mesures réglementaires nationales (telles que la récente exonération de retenue à la source pour les placements privés au Royaume-Uni) susceptibles de stimuler les placements privés. En se fondant sur les résultats de son étude, la Commission envisagera de publier, au début de 2018, une recommandation destinée aux États membres, afin de promouvoir davantage les marchés de placements privés en Europe.

FACILITER L'ENTRÉE EN BOURSE DES SOCIÉTÉS EUROPÉENNES ET LA LEVÉE DE CAPITAUX

141

Le deuxième objectif de l'UMC est de faciliter l'entrée des sociétés sur les marchés boursiers et leur permettre d'y lever des capitaux plus aisément. Les marchés boursiers européens sont relativement sous-développés lorsqu'on les compare aux marchés américains. Par exemple, au cours des cinq dernières années, les marchés « actions » européens ont représenté en moyenne 69 % du PIB de l'UE, contre 126 % outre-Atlantique (Wright et Bax, 2015).

Pour offrir ses titres au public, une entreprise doit faire face à des coûts importants (honoraires des divers conseils, frais liés à l'établissement de la documentation, etc.) qui peuvent absorber entre 10 % et 15 % des fonds levés lors d'une petite émission (European-Isseurs et FESE, 2013). Il s'agit là d'un obstacle majeur. Pour remédier à cette situation, l'une des premières mesures prises dans le cadre de l'UMC a été de proposer une révision de la directive Prospectus. Les prospectus sont des documents requis par la législation européenne et qui fournissent les informations dont les investisseurs ont besoin pour leur permettre de décider s'ils vont investir dans les titres offerts par une société. En novembre 2015, la Commission européenne (2015d) a proposé une révision de cette directive, qui tend à réduire les coûts de préparation du prospectus ainsi qu'à

simplifier la procédure d'approbation de ces documents, tout en préservant la protection des investisseurs. Le Conseil européen et le Parlement européen sont parvenus à un compromis politique sur le texte en décembre 2016.

Les marchés obligataires constituent, eux aussi, des mécanismes indispensables au financement des plus grandes entreprises européennes. En raison des taux d'intérêt historiquement bas, l'émission d'obligations d'entreprises libellées en euros a plus que doublé entre 2008 et 2014, passant de 118 Md€ à 245 Md€ (Creditreform Rating Agentur, 2015). Certaines grandes multinationales européennes (BMW, Henkel, Sanofi, etc.) sont même parvenues en 2016 à emprunter en offrant des taux négatifs (Whittall, 2016). Néanmoins, malgré ce volume record d'émissions primaires, certains acteurs de marchés se disent préoccupés par la faible liquidité du marché secondaire. Si les conditions de crédit devaient se détériorer à l'avenir, certaines entreprises pourraient rencontrer des difficultés à accéder aux marchés obligataires ou être contraintes à emprunter à des taux plus élevés. Afin d'évaluer ce problème de liquidité sur le marché des obligations d'entreprises, la Commission européenne a lancé une étude et a également créé un groupe d'experts qui devront l'éclairer sur les pratiques de marché et formuler des propositions concrètes permettant d'améliorer le fonctionnement de ces marchés.

142

Enfin les entreprises européennes peuvent également souffrir du traitement préférentiel qui est réservé à la dette dans la législation fiscale de la plupart des États membres par rapport aux instruments de capitaux propres. Les intérêts produits par les instruments de dette sont en effet déductibles, alors que les capitaux propres d'une entreprise sont en général taxés trois fois (à travers l'impôt sur les sociétés, la taxation des dividendes et l'impôt sur les plus-values). Cette asymétrie fiscale peut inciter les entreprises à s'endetter afin de réduire leur base imposable et les rend donc économiquement plus fragiles. Afin notamment de résoudre ce problème, la Commission européenne a présenté une proposition de directive relative à l'assiette commune consolidée pour l'impôt sur les sociétés (ACCIS) (Commission européenne, 2016d), qui permettra aux contribuables de bénéficier (sous réserve de certaines conditions) d'une déduction fiscale lors des augmentations de fonds propres. Elle ne sous-estime pas la difficulté d'obtenir un accord unanime des États membres sur un texte de nature fiscale. Néanmoins cette proposition devrait sans nul doute contribuer à la stabilité financière, en favorisant le recours au financement par fonds propres par les entreprises européennes.

STIMULER LES INVESTISSEMENTS DANS LES PROJETS D'INFRASTRUCTURES ET LA FINANCE VERTE

Le troisième objectif de l'UMC est de promouvoir les investissements dans les infrastructures et la finance verte et durable. Il est important de noter que l'UMC complète également le Plan d'investissement pour l'Europe, dit « Plan Juncker ». Alors que ce dernier vise à donner l'impulsion financière nécessaire pour lancer certains projets d'infrastructures, l'UMC permettra de mobiliser le financement privé requis pour leur financement, dans le moyen et le long terme.

Le montant des besoins en infrastructures au sein de l'UE (dans des domaines tels que les réseaux de communication, l'énergie, les transports, l'éducation, la recherche, l'innovation, etc.) est en effet considérable et pourrait atteindre près de 2 000 Md€ d'ici à 2020 (Inderest, 2013). Les investisseurs institutionnels, et notamment les sociétés d'assurances, pourraient à l'avenir jouer un rôle majeur dans le financement des infrastructures dans la mesure où ces investissements peuvent se prévaloir de rendements stables et d'un historique de crédit satisfaisant. Toutefois, à l'heure actuelle, moins de 0,3 % des actifs des sociétés d'assurances sont investis dans des infrastructures (soit environ 22 Md€) (Commission européenne, 2015b).

L'une des toutes premières réalisations dans le cadre de l'UMC a été d'amender le cadre prudentiel applicable aux entreprises d'assurance – Solvabilité II –, afin de soutenir leurs investissements dans des projets d'infrastructures. Les exigences en termes de fonds propres pour les assureurs investissant dans de tels projets ont été réduites d'un tiers. En outre, la Commission européenne proposera également, au cours du premier semestre 2017, de modifier les charges en capital prévues par Solvabilité II, lorsque les entreprises investissent dans une société d'infrastructures (Commission européenne, 2015b). À l'instar de ce qui a été fait pour les assureurs, le projet de révision du Règlement sur les exigences de fonds propres des banques (*Capital Requirements Regulation and Capital Requirements Directive IV*), publié par la Commission en novembre 2016, prévoit lui aussi des charges de capital réduites pour les banques investissant dans des projets d'infrastructures, à condition que ces projets soient conformes à un ensemble de critères permettant de réduire leur profil de risque et d'améliorer la prévisibilité de leurs flux de trésorerie.

Au-delà des projets d'infrastructures, la Commission européenne entend mettre la finance verte et les investissements durables au cœur de sa réforme des marchés de capitaux. Elle travaille au niveau international et avec les États membres, afin que les engagements pris lors de la conférence de Paris sur le climat (COP21) ainsi que les objectifs

propres de l'UE en matière de climat et d'énergie à l'horizon 2030 soient atteints. L'une des questions essentielles cependant demeure : comment assurer sans heurt la transition vers une économie à faible intensité de carbone (notamment en mobilisant les capitaux privés), tout en évitant l'instabilité financière des banques et autres entreprises investies dans des actifs ou des secteurs à forte intensité carbonique ? Pour l'aider à répondre à ces questions, la Commission a créé, en décembre 2016, un groupe d'experts de haut niveau, présidé par Christian Thimann (directeur de la stratégie et des affaires publiques du groupe AXA) (Commission européenne, 2016e). Ce groupe devrait, d'ici à la fin de 2017, formuler des recommandations politiques opérationnelles en matière de finance verte et durable.

*OFFRIR DE NOUVELLES OPPORTUNITÉS
D'INVESTISSEMENT POUR LES INVESTISSEURS
INSTITUTIONNELS ET DE DÉTAIL*

Les ménages européens sont les principaux fournisseurs de financement de l'économie. Cependant, aujourd'hui, ils sont moins impliqués dans les marchés de capitaux que par le passé. Par exemple, 11 % seulement des ménages européens détenaient des actions de sociétés en direct en 2007, contre 28 % en 1975 (OEE et IODS, 2013). Par ailleurs, les Européens conservent une part considérable de leur épargne sur des comptes de dépôts au lieu d'investir ces sommes pour leur futur. Dans certains États membres, les actifs financiers détenus sous forme de numéraire et de dépôts représentent jusqu'à 150 % du PIB (Eurostat, 2013). L'un des défis de l'UMC est de garantir que les investisseurs de détail disposent d'un accès à un éventail de produits d'investissement adaptés et attractifs.

En 2017, la Commission européenne pourrait soumettre une proposition législative, afin de créer un produit d'épargne-retraite individuel européen. Les produits de retraite individuels incitent les épargnants à investir sur le long terme. Ils peuvent permettre aux ménages de garantir des taux de remplacement adéquats, en complément des pensions versées par les régimes de retraite publics. Ils pourraient aussi contribuer au développement d'une culture financière en Europe, en permettant aux ménages européens de se familiariser avec les différents produits d'investissement disponibles.

En ce qui concerne les investisseurs institutionnels, des mesures ont été déjà prises par la Commission européenne pour permettre aux sociétés d'assurances d'investir plus aisément dans les projets d'infrastructures (cf. *supra*). La Commission est prête à aller encore plus loin car avec 8 400 Md€ d'actifs sous gestion (DLA Piper, 2016), les

compagnies d'assurances pourraient jouer un rôle encore plus prépondérant dans les marchés de capitaux européens. La Commission étudiera, dans le cadre de la révision des actes délégués de Solvabilité II en 2018, si les exigences de capital imposées aux sociétés d'assurances qui ont investi dans des fonds de capital-investissement (*private equity*) ou dans des placements privés sont adaptées au profil de risque de ces classes d'actifs. Afin de procéder à des modifications, elle a toutefois besoin de collecter des éléments de preuve solides, qui démontrent que ces produits présentent une qualité de crédit et une transparence suffisante et requièrent en conséquence un traitement prudentiel différent.

AIDER LES BANQUES À GÉRER LEUR BILAN

En raison de leur connaissance précise des tissus industriels locaux, les banques sont et resteront une source importante de financement des entreprises en Europe. Des marchés de capitaux plus forts peuvent les aider dans le processus de gestion et de réparation de leurs bilans. Afin de leur permettre de prêter plus facilement aux entreprises et aux ménages européens, la Commission européenne a présenté, en septembre 2015, une proposition visant à relancer le marché européen de la titrisation. Si les émissions de titrisation retrouvaient leur niveau d'avant-crise, les banques seraient en mesure d'octroyer entre 100 Md€ et 150 Md€ de nouveaux crédits à l'économie (Commission européenne, 2015a). Toutefois les excès de la titrisation qui ont pu conduire à la crise financière de 2008 doivent à tout prix être évités. C'est la raison pour laquelle la proposition législative de la Commission définit des critères pour une titrisation simple, transparente et standardisée et prévoit une réduction des exigences de fonds propres des banques, qui investissent dans ces produits titrasses (Commission européenne, 2015e). Les négociations entre le Conseil européen et le Parlement européen (dites « trilogues ») sur la proposition législative de la Commission devraient commencer au début de 2017.

Les marchés d'obligations garanties (*covered bonds*) sont une source importante de financement des banques européennes, qui leur permet ensuite d'octroyer des crédits aux ménages et aux PME. Les obligations garanties sont des instruments financiers émis par des établissements de crédit qui sont garantis par un panier d'actifs de haute qualité (tels que des prêts hypothécaires ou des titres de créances sur le secteur public). Les obligations garanties confèrent à leur détenteur des créances prioritaires sur le panier d'actifs en cas de défaillance de l'émetteur. En conséquence, elles offrent une double protection contre la défaillance de l'émetteur, un avantage dont ne bénéficient pas d'autres instruments

tels que les titrisations. Les marchés d'obligations garanties figurent parmi les plus grands marchés de la dette privée en Europe. En 2014, l'encours d'obligations garanties était compris entre 300 Md€ et 400 Md€ en Allemagne, au Danemark, en France et en Espagne et entre 130 Md€ et 210 Md€ en Suède, au Royaume-Uni et en Italie (Commission européenne, 2016a). Toutefois, en dehors de ces États membres, le marché des obligations garanties est quasiment inexistant. En outre, le nombre d'émetteurs (environ trois cents dans l'UE) a stagné depuis 2009 et les encours ont décliné depuis 2012 (Commission européenne, 2016a). C'est la raison pour laquelle sur la base des résultats d'une consultation publique lancée en septembre 2015 ainsi que d'une étude, la Commission européenne déterminera si une initiative législative au niveau européen pourrait s'avérer nécessaire, afin de soutenir le développement des marchés des obligations garanties dans l'ensemble de l'UE.

ÉLIMINER LES ENTRAVES AUX INVESTISSEMENTS TRANSFRONTIÈRES

Le sixième objectif consiste à faire tomber les barrières injustifiées aux investissements transfrontaliers au sein de l'UE. Malgré les avancées réalisées ces dernières décennies vers la création d'un marché unique des capitaux, certains obstacles dissuadent encore les investisseurs de diversifier géographiquement leurs portefeuilles d'actifs.

Les divergences des législations nationales en matière de procédures d'insolvabilité et de restructuration créent une insécurité juridique et rendent coûteuse l'évaluation du risque crédit, notamment dans un contexte d'investissement transfrontière. En outre, certains droits nationaux sont relativement inefficaces. Le rapport *Doing Business 2015* de la Banque mondiale classait les pays sur une échelle de 0 à 16 en fonction de la solidité de leur cadre d'insolvabilité. La moyenne de l'UE est de 11,6, ce qui est inférieur de 5 % à la moyenne de l'OCDE pour les pays à hauts revenus (12,2). Certains États membres ont même un score inférieur à 8 (Banque mondiale, 2014). En novembre 2016, la Commission européenne a publié une proposition de directive d'harmonisation sur la restructuration des entreprises et pour donner aux entrepreneurs une seconde chance (Commission européenne, 2016h). En outre, la Commission a lancé une étude qui donnera une image détaillée des résultats que les banques peuvent escompter (en termes de délais, de coûts et de valeurs de recouvrement, etc.), à l'issue d'une procédure d'insolvabilité, lorsqu'elles sont confrontées à des prêts défaillants.

L'un des obstacles les plus cités aux investissements transfrontières est la disparité des régimes de retenue à la source. De nombreux

investisseurs soulignent qu'ils se trouvent actuellement pénalisés, lorsqu'ils investissent dans un autre pays, par l'application d'une retenue locale à la source dont il est quasiment impossible d'obtenir le remboursement et qui vient s'ajouter à l'impôt qu'ils acquittent dans leur propre pays. Dans le cadre de l'UMC, la Commission européenne travaille actuellement en étroite coopération avec les États membres en vue d'élaborer un code de conduite sur les procédures d'exonération de la retenue à la source.

LES MOYENS MIS EN ŒUVRE POUR CONSTRUIRE L'UMC

La législation (règlements, directives européennes, etc.) ne constitue pas la seule solution à laquelle la Commission européenne a recours pour construire l'UMC. En effet, l'industrie bancaire et financière européenne doit encore s'adapter au cadre réglementaire – plus de quarante textes au total – adopté après la crise financière de 2008. En conséquence, il n'apparaît pas opportun de lancer aujourd'hui de vastes chantiers législatifs. Même si les initiatives législatives ambitieuses ne sont pas absentes du programme de l'UMC (y compris dans le domaine fiscal), la Commission s'appuiera aussi sur d'autres instruments tels que la publication d'actes non législatifs (recommandations, rapports, études, etc.), l'échange de bonnes pratiques entre États membres, la mobilisation de ressources budgétaires européennes ou le soutien à certaines solutions privées développées par les acteurs de marchés.

147

La Commission européenne souhaite également fournir une assistance technique au profit notamment des États membres d'Europe centrale et orientale, où les marchés de capitaux sont moins développés. Les onze pays d'Europe centrale et orientale représentent 20 % de la population de l'UE, 8 % de son PIB, mais seulement 2,5 % de l'activité des marchés de capitaux européens (AFME, 2016). Pour fournir cette assistance, la Commission s'appuiera ainsi sur le Service d'appui à la réforme structurelle, mis en place depuis juillet 2015.

Enfin, en 2015, la Commission européenne (2016f) a entrepris un vaste exercice (appelé en anglais *call for evidence*) en vue de recueillir auprès des acteurs de l'industrie financière des éléments concrets quant aux règles susceptibles de compromettre la capacité de l'économie européenne à se financer et à croître. Après la crise de 2008, les institutions européennes ont été obligées de légiférer dans l'urgence pour restaurer la confiance du public dans les marchés financiers. Cependant certains textes européens ont pu présenter des incohérences ou entraîner des conséquences indésirables. En novembre 2016, la Commission a publié les résultats de cet examen approfondi de la législation bancaire et financière et les suites qu'elle entend y donner.

CONCLUSION

La Commission européenne est résolue à mettre en œuvre les mesures prévues par le Plan d'action pour l'UMC, en dépit du changement de circonstances politiques lié au référendum britannique du 23 juin 2016.

La revue du Plan d'action de l'UMC (*CMU mid-term review*), qui sera conduite dans la première moitié de 2017 après la réalisation d'une consultation publique, sera l'occasion de dresser le bilan de ce qui a d'ores et déjà été accompli et de définir de manière précise les actions pour lesquelles un travail préparatoire a été effectué au cours des deux dernières années. Cette révision du Plan d'action pourra également fixer de nouvelles priorités.

L'UMC demeure en effet un projet dynamique, dont les contours doivent continuer à évoluer au fil du temps et au gré des avancées technologiques. Par exemple, depuis l'adoption du Plan d'action en septembre 2015, les entreprises de technologie financière (dite « Fin-Techs ») ont entraîné des changements rapides dans le secteur financier, en offrant aux consommateurs de nouveaux services et en stimulant la concurrence. Néanmoins ces FinTechs posent aussi des défis nouveaux en termes de protection des investisseurs. Elles sont le type de phénomènes qui pourraient nécessiter une redéfinition à court terme des mesures contenues dans le Plan d'action.

BIBLIOGRAPHIE

- ABE (Autorité bancaire européenne) (2016), *EBA Report on SMEs and SME Supporting Factor*, mars.
- AFME (Association for Financial Markets in Europe) (2015), *Bridging the Growth Gap*, www.afme.eu/en/reports/publications-and-data/publications/bridging-the-growth-gap/.
- AFME (2016), *The Benefits of Capital Markets to High-Potential EU Economies*, rapport, 15 novembre, www.afme.eu/en/reports/publications-and-data/publications/the-benefits-of-capital-markets-to-high-potential-eu-economies/.
- BANQUE MONDIALE (2014), *Doing Business 2015 : au-delà de l'efficience*, <http://francais.doingbusiness.org/reports/global-reports/doing-business-2015>.
- BRAVO-BIOSCA A., CRISCUOLO C. et MENON C. (2013), « What Drives the Dynamics of Business Growth? », *OECD Science, Technology and Industry Policy Papers*, n° 1, OECD Publishing, www.oecd-ilibrary.org/science-and-technology/what-drives-the-dynamics-of-business-growth_5k486qttq46-en.
- COMMISSION EUROPÉENNE (2015a), « A European Framework for Simple and Transparent Securitisation », fiche d'informations, 30 septembre, http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-15-5733_en.htm.
- COMMISSION EUROPÉENNE (2015b), « New EU Rules to Promote Investments in Infrastructure Projects », fiche d'informations, 30 septembre, http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-15-5734_en.htm.
- COMMISSION EUROPÉENNE (2015c), « Un plan d'action pour la mise en place d'une union des marchés de capitaux », communication, COM(2015) 486 final, 30 septembre, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=CELEX:52015DC0468>.

- COMMISSION EUROPÉENNE (2015d), « La Commission propose de moderniser les règles en matière de prospectus pour faciliter le financement des entreprises et simplifier les informations destinées aux investisseurs », communiqué de presse, 30 novembre, http://europa.eu/rapid/press-release_IP-15-6196_fr.htm.
- COMMISSION EUROPÉENNE (2015e), « Council of the European Union Agrees on Commission Proposal for Simple and Transparent Securitisation », déclaration, 2 décembre, http://europa.eu/rapid/press-release_STATEMENT-15-6239_en.htm.
- COMMISSION EUROPÉENNE (2016a), *European Financial Stability and Integration Review: a Focus on Capital Markets Union*, avril, https://ec.europa.eu/info/publications/european-financial-stability-and-integration-report-efsir_en.
- COMMISSION EUROPÉENNE (2016b), « Union des marchés des capitaux : de nouvelles règles pour soutenir les investissements dans le capital-risque et les entreprises sociales », communiqué de presse, 14 juillet, http://europa.eu/rapid/press-release_IP-16-2481_fr.htm.
- COMMISSION EUROPÉENNE (2016c), « État de l'Union en 2016 : achever l'Union des marchés des capitaux - La Commission accélère les réformes », communiqué de presse, 14 septembre, http://europa.eu/rapid/press-release_IP-16-3001_fr.htm.
- COMMISSION EUROPÉENNE (2016d), « La Commission propose une grande réforme de l'impôt sur les sociétés dans l'Union », communiqué de presse, 25 octobre, http://europa.eu/rapid/press-release_IP-16-3471_fr.htm.
- COMMISSION EUROPÉENNE (2016e), « European Commission Establishes an Expert Group to Develop a Comprehensive European Strategy on Sustainable Finance », communiqué de presse, 28 octobre, http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/docs/20161028-press-release_en.pdf.
- COMMISSION EUROPÉENNE (2016f), « Call for Evidence - EU Regulatory Framework for Financial Services », novembre, <http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/financial-regulatory-framework-review/index%5Fen.htm>.
- COMMISSION EUROPÉENNE (2016g), *Proposal for Amending the Capital Requirements Regulation – Europa*, novembre.
- COMMISSION EUROPÉENNE (2016h), « Proposal for a Directive on Insolvency, Restructuring and Second Chance », fiche d'informations, 22 novembre, http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-16-3803_en.htm.
- CREDITREFORM RATING AGENTUR (2015), « Corporate Bonds in Europe (2005-2014) », 24 juin, www.creditreform-rating.de/fileadmin/user_upload/creditreform-rating.de/Dokumente/Fachpublikationen/Creditreform_Rating_Corporate_Bonds_in_Europe.pdf.
- DLA PIPER (2016), « Private Placement: Redefining the European Finance Market through Private Placement ».
- EUROPEANISSEURS et FESE (Federation of European Securities Exchanges) (2013), *Guide to Going Public in Europe: for Companies Thinking of a Listing on an Exchange and their Advisers*, avec le soutien de la Commission européenne.
- EUROSTAT (2013), « Statistics Explained: Household Financial Assets and Liabilities », janvier.
- EUROSTAT (2016), « Statistics Explained: Unemployment Statistics », octobre.
- ICMA (International Capital Market Association) (2016), *European Corporate Debt Private Placement Market Guide*, octobre, www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/Primary-Markets/primary-market-products/private-placements/the-european-corporate-debt-private-placement-market-guide/.
- INDEREST G. (2013), « Private Infrastructure Finance and Investment in Europe », Banque européenne d'investissement, *Working Papers*, n° 2013-02, www.eib.org/attachments/efs/economics_working_paper_2013_02_en.pdf.
- MOODY'S INVESTOR SERVICES (2016), *German Corporate Schuldschein Market Expected to Reach Record Levels in 2016*, 13 octobre, www.moody.com/research/Moodys-German-corporate-Schuldschein-market-expected-to-reach-record-levels-PR_356377.
- OEE (Observatoire de l'épargne européenne) et IODS (INSEAD OEE Data Services) (2013), *Who Owns the European Economy? Evolution of the Ownership of EU Listed Companies between 1970 and 2012*, août, http://oee.fr/files/iods_oeo_report_who_owns_the_european_economy.pdf.

OLLIVAUD P. et TURNER D. (2015), « The Effect of the Global Financial Crisis on OECD Potential Output », *OECD Journal*, vol. 2014, www.oecd.org/eo/growth/The-effect-of-the-global-financial-crisis-on-OECD-potential-output-OECD-Journal-Economic-Studies-2014.pdf.

STANDARD & POOR'S RATING SERVICES (2016), *S&P's European Private Placement League Table Shows €12.8 Billion in Transactions in 2015*, avril.

WHITTALL C. (2016), « Now Companies are Getting Paid to Borrow », *The Wall Street Journal*, 6 septembre, www.wsj.com/articles/now-companies-want-to-borrow-money-for-free-1473165990.

WRIGHT W. et BAX L. (2015), « Decoding Capital Markets Union: Measuring the Potential for Growth across Europe's Fragmented Capital Markets », *New Financial*, juin, <http://newfinancial.eu/wp-content/uploads/2015/05/Decoding-capital-markets-union-final-0915.pdf>.

WRIGHT W. et BAX L. (2016), « What Do EU Capital Markets Look Like Post-Brexit? », *New Financial*, septembre, <http://newfinancial.eu/wp-content/uploads/2016/09/2016.09-What-do-EU-capital-markets-look-like-post-Brexit-a-report-by-New-Financial.pdf>.