

CONSTRUIRE UNE UNION DES MARCHÉS DE CAPITAUX

-

Contribution de l'AMAFI au Livre vert de la Commission européenne

1. L'AMAFI est l'association professionnelle qui, aux niveaux national, européen et international, représente les acteurs des marchés financiers établis en France, qu'ils soient établissements de crédit, entreprises d'investissement ou infrastructures de marché et de post-marché, où qu'ils interviennent et quel que soit le lieu de résidence de leurs clients et contreparties. Ses adhérents agissent sur les différents segments des activités de marché, et notamment, que ce soit pour compte propre ou pour compte de clients, sur les marchés organisés et de gré-à-gré où sont traités des titres de capital et de taux ainsi que des dérivés, y compris de matières premières. Pour un tiers environ d'entre eux, ces adhérents sont filiales ou succursales d'établissements étrangers.

Dans ce contexte, l'Association a suivi avec beaucoup d'attention l'avancée de l'initiative d'Union des marchés de capitaux lancée en juillet dernier par le futur Président de la Commission européenne, matérialisée en février dernier au travers du Livre vert « *Construire l'union des marchés de capitaux* » et des propositions qui l'accompagnent en vue de réviser la directive Prospectus d'une part, de mettre en place un cadre européen pour une titrisation simple, transparente et standardisée d'autre part.

2. L'AMAFI souhaite aujourd'hui apporter sa contribution à cette initiative qu'elle considère centrale. A cet effet, avant de répondre aux différentes questions qui sont posées au travers du Livre vert, elle désire d'abord formuler quelques observations générales avec l'ambition de mettre en perspective les différentes facettes d'une telle initiative et d'assurer la cohérence d'ensemble de son analyse.

Cette contribution doit aussi être considérée à la lumière des observations particulières formulées par ailleurs par l'Association en ce qui concerne la révision de la directive Prospectus et la mise en place d'un cadre européen pour la titrisation.

I. – OBSERVATIONS GÉNÉRALES

Une initiative importante que l'AMAFI soutient pleinement dans son principe

3. L'initiative lancée par la Commission européenne est importante. Les éléments qui sont au cœur de son constat sont pleinement partagés par l'AMAFI, et notamment en ce qui concerne :

- La réduction de la capacité du crédit bancaire, compte tenu des évolutions réglementaires induites par la crise financière, à continuer à assurer le financement des entreprises au niveau qui est historiquement le sien en Europe, notamment en cas de reprise économique marquée.
- La nécessité de ce fait que les financements de marché puissent jouer un rôle sensiblement accru, renforcée pour les entreprises par l'intérêt intrinsèque qu'elles ont à diversifier leurs sources de financement et par le caractère irremplaçable des marchés pour le financement en fonds propres, particulièrement crucial pour financer l'investissement.

- L'enjeu que représentent en conséquence des marchés européens fluides et diversifiés, permettant aux porteurs de projets de lever des financements au meilleur coût pour investir, et contribuer ainsi à l'emploi et à la création de richesse collective.
- Le besoin qu'il y a d'attirer vers les marchés plus d'investisseurs, dans une optique d'investissement à long terme, particulièrement urgent dans le cas des marchés d'actions pour doter les entreprises européennes de plus de fonds propres.

Les marchés sont des outils essentiels pour le financement de l'économie et l'allocation de l'épargne. Le Livre vert témoigne de la volonté de les appréhender en tant que tels. Il propose une vision positive de leur rôle qui doit d'autant plus être soulignée que, depuis le déclenchement de la crise financière, la démarche punitive a largement prévalu (*v. aussi infra § 23*). Cette vision positive doit être soutenue et encouragée dans un environnement où le retour de la croissance constitue désormais un enjeu central pour l'Europe. L'Union européenne a ici une impulsion déterminante à donner pour favoriser le développement des marchés, non pas pour eux-mêmes, mais pour qu'ils puissent pleinement jouer leur rôle au service des entreprises et des investisseurs.

4. Dans ce cadre toutefois, il est particulièrement impératif de ne pas opposer financement de marché et crédit bancaire. Il ne s'agit pas d'assurer le succès de l'un au détriment de l'autre, mais de faire en sorte que, de façon complémentaire et harmonieuse, ils se conjuguent au service du financement de l'économie européenne.

S'agissant du crédit, le marché n'est pas en mesure, dans toutes les situations, de proposer alternativement aux prêts bancaires une offre crédible. Même si le développement de formules type Euro PP ou financement participatif (*crowdfunding*) sont de nature à permettre la satisfaction de besoins de financement qui, auparavant, dépendaient exclusivement des banques, leurs caractéristiques particulières interdisent de penser que ces formules pourraient s'y substituer parfaitement et entièrement. Cela n'est même pas souhaitable : par sa nature même, le marché n'est pas en situation d'avoir la proximité de relation qu'une banque entretient avec son client entreprise, et sans laquelle certains financements n'existeraient tout simplement pas. En revanche, compte tenu des contraintes renforcées auxquelles doit désormais faire face le crédit, il importe que le marché puisse, chaque fois que possible, proposer une solution de financement. Cette solution peut d'ailleurs être indirecte au travers de mécanismes de titrisation qui, soulageant les bilans bancaires, donnent aux banques la capacité à consentir de nouveaux crédits.

✚ Un marché intégré européen qui constitue déjà une forte réalité pour les marchés professionnels et les grandes capitalisations

5. La démarche d'harmonisation qui est au cœur de l'action européenne depuis plus de 40 ans, a été très notablement accélérée avec le Plan d'action sur les services financiers lancé en 1999. Depuis la crise, le mouvement, s'il s'est traduit par un durcissement réglementaire à maints égards, ne s'est pas pour autant ralenti. Aujourd'hui, l'intégration des marchés en Europe est déjà très importante, attestée par de nombreux textes qui, articulés souvent autour du principe du passeport européen, donnent une réelle homogénéité à la fourniture transfrontière de services et produits financiers, notamment de marché. Cette réalité n'exclut bien sûr pas que cette démarche soit poursuivie et approfondie : il est en soi légitime de poursuivre l'effort en examinant les marchés et produits qui gagneraient à un effort accru d'harmonisation, créant un espace plus large et des marchés plus profonds.

Ceci dit, cette homogénéité transfrontière des services et produits financiers n'est pas et ne peut être totale. Alors qu'elle est de haut niveau aujourd'hui sur les marchés de gros et les grands émetteurs en capacité d'accéder à l'épargne internationale, elle est beaucoup plus faible en ce qui concerne les marchés de détail et les émetteurs de plus petite taille qui, en pratique, ont essentiellement accès à une épargne de proximité. Cette diversité trouve, du point de vue de l'Association, sa source dans deux facteurs principaux :

- L'importance d'un écosystème de marché de proximité pour les émetteurs de taille petite ou moyenne, seul en mesure de jauger leurs caractéristiques, de les connaître plus directement et, au regard de celles-ci, de mettre à leur disposition les moyens de financement nécessaires – sans parler de la relation plus étroite que permet la proximité. Ignorer l'importance de ces écosystèmes locaux serait une grave erreur pour le bon développement des marchés. C'est évidemment plus encore le cas pour les Etats membres de taille moyenne ou plus petite, et/ ou dont le marché est plus récent.
- La diversité des racines historiques, sociales et culturelles de chaque pays qui souvent renforce l'attention naturelle des Etats membres et des autorités nationales à l'activité qui s'y déroule, et d'autant plus qu'il s'agit du financement des entreprises de taille petite ou moyenne ou de la situation des investisseurs non professionnels. Dans un certain nombre de cas, cela conduit à des interprétations ou adaptations variables de la norme européenne même commune, qui ne sont pas toujours injustifiées. Les considérer uniformément comme des obstacles à un grand marché unifié serait alors contreproductif, si leur intérêt pour l'écosystème local est réel et produit des effets positifs en termes de financement des entreprises.

✚ **Le bon fonctionnement des marchés et la croissance sont des impératifs de premier ordre, l'harmonisation n'étant qu'un moyen à son service**

6. Les enjeux qui ont été rappelés (*v. supra § 3*) commandent de centrer l'action autour de l'impératif que représente le bon fonctionnement des marchés. Cette conviction oblige à relativiser un axe important du Livre vert lorsqu'il affirme que pour «*que les marchés des capitaux jouent un rôle plus important dans l'apport de financements à l'économie [cela] suppose de recenser et de lever les obstacles à la circulation des capitaux entre investisseurs et demandeurs de financements, qu'il s'agisse d'obstacles internes aux États membres ou d'obstacles transnationaux*».

L'harmonisation des normes est bien sûr importante, tout comme l'élimination des obstacles injustifiés : elle doit être poursuivie mais elle ne peut constituer une priorité qu'en tant que facteur favorisant le bon fonctionnement des marchés. D'une part, parce que l'accent doit être mis d'abord sur la convergence des pratiques de supervision : c'est probablement là que sont en mesure de disparaître le plus grand nombre d'obstacles effectifs à la fluidité transfrontière des services et produits financiers. D'autre part, et peut-être surtout, parce que le maintien d'écosystèmes de financement de proximité est vital.

7. C'est en effet une réalité qui doit être prise en compte : sauf exceptions, plus la taille de l'entreprise diminue, plus son financement dépend d'une relation de proximité. C'est ce qui explique en partie la supériorité du crédit bancaire pour certains financements (*v. aussi, supra § 4*). C'est aussi surtout ce qui explique le rôle prééminent de l'écosystème de proximité (investisseurs, acteurs et infrastructures de marché) dans sa capacité à fournir des financements de marché aux émetteurs de valeurs moyennes.

Bien sûr, l'importance de l'écosystème de proximité est aussi le reflet de l'importance des caractéristiques particulières de l'environnement dans lequel ces émetteurs sont immergés de façon beaucoup plus étroite que les entreprises de dimension internationale. L'idée de faire disparaître ces caractéristiques particulières en les harmonisant radicalement et les uniformisant peut alors séduire. Ce n'est toutefois pas aussi simple qu'il n'y paraît, ni même réaliste : il ne faut pas qu'en poursuivant une harmonisation de principe, l'Europe mette à mal des écosystèmes nationaux de marché qui fonctionnent alors que le marché intégré ne serait pas en mesure de proposer une solution substitutive. L'enjeu immédiat est celui d'améliorer ces écosystèmes pour qu'ils soient le plus efficace possible.

La priorité absolue est la croissance

8. Si beaucoup a déjà été fait en termes d'harmonisation, il est pourtant indéniable que beaucoup reste encore à faire. Le Livre vert énonce un certain nombre de domaines dans lesquels l'action serait utile : les procédures collectives, la fiscalité, le droit du titre, ... Sans contester la véracité de cette affirmation, il faut cependant la tempérer par plusieurs observations :

- Si les domaines en cause n'ont pas encore fait l'objet d'une harmonisation, c'est aussi en considération et de leur complexité et de la difficulté à réunir un consensus entre Etats membres. Le droit du titre est ainsi sur la table des négociations depuis de nombreuses années sans qu'il soit possible d'aboutir, en conséquence de positions sans doute irréconciliables.
- Les procédures collectives sont un exemple frappant de la complexité de l'harmonisation, compte tenu de leur imbrication avec de nombreux aspects de la vie sociétale de chaque Etat membre. En particulier on ne saurait réformer les procédures collectives sans traiter la question de l'organisation judiciaire, extrêmement variable de pays à pays, sans parler de la jurisprudence voire de la culture propre des tribunaux. Harmoniser cet ensemble est sans doute hors de portée à vue humaine. En outre on peut sérieusement s'interroger sur l'utilité de cette harmonisation pour les investisseurs, au vu de la difficulté. En revanche il pourrait être utile d'examiner, du seul point de vue de ces derniers, les éléments de référence communs qu'il serait possible d'envisager (v. aussi infra § 68).
- La fiscalité, compte tenu de la nécessité d'agir à l'unanimité, n'est pas un champ sur lequel il est envisageable de progresser rapidement, du moins de manière large. Pourtant, elle joue un rôle majeur dans le comportement des investisseurs et leur appétence à fournir des financements longs aux entreprises. Et, compte tenu de l'importance des écosystèmes de proximité pour le financement des valeurs moyennes, les fiscalités nationales applicables sont décisives dans l'orientation de l'épargne nationale. Là encore l'attitude la plus réaliste est sans doute de laisser cette porte ouverte lorsque, à l'occasion de mesures communes ou d'harmonisation, il apparaît indispensable de prendre une mesure fiscale minimale. Ce peut être le cas pour l'investissement en actions que l'AMAFI considère prioritaire ; ce l'est certainement pour le régime européen de fonds de pension qu'elle soutient par ailleurs.
- L'exemple des Etats-Unis, sur lequel s'appuie à plusieurs reprises le Livre vert pour mettre en évidence l'intérêt d'une plus grande intégration, doit être correctement apprécié. Si la présence d'un Etat fédéral est certainement un facteur important de fluidité et d'homogénéité (mais inatteignable à vue proche pour l'Europe), il existe pourtant de réelles différences entre Etats américains en termes de systèmes juridiques et fiscaux sans que cela ne constitue un obstacle au financement par le marché des entreprises nord-américaines ...

9. En tout état de cause, l'harmonisation normative peut d'autant moins constituer une priorité que les délais nécessaires pour la réaliser ne sont pas compatibles avec l'impératif de croissance. Le temps du processus législatif européen est encadré par des délais incompressibles. Cinq ans est sans doute le temps minimum pour parvenir à un résultat effectif dans les Etats membres à partir du moment où la réflexion est lancée. Et ce laps de temps peut être considérablement augmenté lorsque la matière est complexe et les situations des Etats membres fortement différentes, comme cela est le cas pour la plupart des sujets recensés par le Livre vert.

Cette contrainte n'est bien sûr pas un motif pour ne pas tenter d'aller vers plus d'harmonisation chaque fois que possible : d'ailleurs l'AMAFI estime que des initiatives ambitieuses doivent être prises en ce sens. Elle est en revanche une raison pour, prioritairement, rechercher et privilégier des leviers d'actions plus immédiats. Si ceux-ci ne résident sans doute pas toujours dans de nouvelles initiatives normatives, l'Europe peut en revanche dans de nombreux cas jouer un rôle moteur d'initiative et d'accompagnement en poussant les Etats membres, en fonction de leur situation propre, à utiliser les leviers permettant de

développer le financement par le marché. L'Union européenne doit ici créer un effet d'entraînement, sans nécessairement se substituer aux relais locaux.

Donner une priorité forte à plusieurs axes essentiels au vu des besoins actuels

10. Assurer le retour de la croissance et le financement efficace de l'économie suppose, particulièrement dans le contexte de taux bas et de contraintes prudentielles qui pèsent sur les établissements bancaires, de faciliter la migration d'un système historiquement fondé sur (i) la distribution de dette et (ii) la prise de risque quasi exclusive par les banques vers un système mieux adapté à (i) la génération de capital et à (ii) la redistribution des risques entre les différents intervenants du système financier.

11. Cette migration suppose d'avancer dans plusieurs domaines, évoqués plus en détails ci-après. Parmi les principaux et les plus urgents on citera :

- La définition au niveau européen, des normes d'une titrisation saine et le développement d'outils facilitant son développement sur large échelle (ce point est développé dans la consultation dédiée à ce sujet).
- La facilitation de l'appel au marché des émetteurs petits et moyens (voir ci-après), qui va au-delà des questions posées par la directive Prospectus et qui justifierait qu'un texte soit spécialement dédié à ces marchés dont les caractéristiques sont notablement différentes des grands marchés, tant en termes de proximité, de liquidité, de tenue de marché, d'analyse financière, que de coûts.
- La réflexion commune sur les moyens de donner aux fonds propres et au marché des actions la priorité absolue qui doit être la leur, tant pour des raisons de sécurité (pour éviter le degré dangereux de levier que comportent nos économies) que surtout de financement de l'avenir, et notamment des entreprises nouvelles, technologiquement innovatrices. Ce sujet comporte sans doute une dimension fiscale, tant en termes de fiscalité des entreprises (renverser le privilège donné à la dette par rapport aux fonds propres) que des particuliers (poser un principe de meilleur traitement fiscal donné aux actions sur tout autre placement).
- La création d'un régime de fonds de pension européen, additionnel à ceux existants, avec une clause de bénéfice du traitement fiscal le plus avantageux localement disponible pour un produit de retraite. Ceci répond à un triple besoin : assurer un cadre commun aux Européens mobiles ; favoriser le développement des fonds de pension dans les pays où ces dispositifs sont peu développés ; faciliter le financement long terme, notamment en actions.
- L'harmonisation et la clarification de la gamme des financements de taux disponibles sur le marché, comme le développe le paragraphe suivant.

Développer un continuum de financement, en mesure particulièrement de répondre aux besoins des valeurs moyennes

12. Pour les raisons déjà exposées (*v. supra § 6 et 7*), le financement des valeurs moyennes est clé dans le cadre de l'UMC. Il l'est pour la croissance compte tenu de la place de ces entreprises dans l'économie européenne. Il l'est aussi parce que ce sont ces émetteurs qui, n'ayant pas accès facilement à l'épargne internationale, sont dépendants d'écosystèmes de marché de proximité, et particulièrement d'une épargne locale : il y a peu de chance que, par exemple, des investisseurs du sud de l'Europe puissent substantiellement contribuer à court ou moyen terme au financement des émetteurs de valeurs moyennes implantés au nord de l'Europe. Ainsi, si un grand marché paneuropéen liquide pour les grandes valeurs doit être encouragé, le développement des places financières régionales ou locales, au plus proches des investisseurs et émetteurs locaux doit également être assuré.

Dans cette perspective, la question de l'adéquation des solutions de financement de marché par rapport aux besoins des émetteurs, notamment de valeurs petites et moyennes, doit être attentivement examinée. Cette réflexion doit être menée autour de quatre volets : les [règles applicables aux émetteurs](#), celles applicables [aux acteurs de marché](#) qui facilite la mise en relation des porteurs de projets et des offreurs de financements, celles applicables aux [investisseurs professionnels](#), et enfin celles assurant [la protection des investisseurs](#). De l'ensemble [de ces règles dépendent la plus ou moins grande robustesse et efficacité des écosystèmes locaux à jouer leur rôle de façon optimale](#).

13. Aujourd'hui, seules les deux extrémités du spectre sont traitées.

- A l'une se trouve l'ensemble des règles qui forment le cadre de droit commun applicable aux acteurs du marché intégré. Ces règles, dont certaines sont en cours d'adoption ou de révision, sont de nature transversale (Abus de marché, ...) ou spécifique (Prospectus, Transparence, MIF, EMIR, CRD 3 et 4, Solvabilité 2, UCITS 5, AIFM, PRIIPS, ...). Elles forment aujourd'hui un ensemble impressionnant, parfois très détaillé, en tout cas essentiellement adapté aux grandes valeurs et aux marchés profonds.
- A l'autre l'extrémité du spectre, fixé indépendamment par chaque Etat membre, s'est mis en place (récemment pour ce qui concerne la France), un cadre ad hoc pour les acteurs du financement participatif (*crowdfunding*). Ce cadre se caractérise notamment par un fort allègement des exigences applicables aux différents acteurs de ce marché, motivé par un arbitrage entre, d'une part, ce qu'exige le souci de protection des investisseurs et, d'autre part, le développement de cette forme de financement, avec la volonté que cet arbitrage soit clairement rendu en faveur de ce second souci, considérant qu'un trop haut niveau de contraintes pesant sur ses acteurs rendrait son développement impossible.
- Entre les deux, des produits variés comme les placements privés ou les billets de trésorerie trouveraient avantage à ce que, sur la base des solutions développées par le marché, leur place soit précisée et clarifiée au niveau européen. Valable pour toutes les valeurs, une telle clarification serait particulièrement utile pour les valeurs moyennes.

14. Pour l'AMAFI, au regard de l'enjeu que représente le financement par le marché, [l'escalier du financement qui existe en Europe doit être revu](#) : la première marche (*crowdfunding*) est probablement trop basse et sans assise européenne ; la dernière (émetteurs soumis à Prospectus et Transparence), trop haute, doit être abaissée ; enfin une (ou deux) marche intermédiaire doit être créée.

Dans le cas des valeurs petites et moyennes, il est particulièrement nécessaire maintenant de revoir les arbitrages réalisés. [La protection des investisseurs, la prévention des dysfonctionnements de marché et du risque systémique sont des objectifs indiscutables](#). On doit toutefois se demander s'ils n'ont pas été poursuivis sans toujours suffisamment [peser leurs enjeux face à la capacité du marché à jouer pleinement son rôle de financement de l'économie](#). Ce qui a du sens pour les très grandes valeurs, et qui était supportable lorsque le crédit était la principale source de financement ne l'est désormais plus : les priorités ayant changées, il est vital d'adapter la régulation en conséquence.

15. Concrètement, à côté de ce que le Livre vert propose en matière de révision de la directive Prospectus, pour laquelle différentes simplifications et clarifications seraient tout à fait appropriées, il faut donc :

- [Vérifier l'adéquation des exigences pesant sur les différentes catégories d'acteurs du marché des grandes capitalisations](#), notamment en termes de protection de la clientèle.
- [Créer un cadre distinct concernant le financement des PME et ETI](#). Ce cadre concernerait bien sûr les émetteurs de valeurs moyennes en posant, pour ces entreprises, des exigences adaptées et assouplies à au regard du dispositif applicable aujourd'hui (Prospectus, Transparence, Abus

de marché, ...) avec particulièrement la volonté de limiter les coûts associés à la cotation. Mais ce cadre assoupli concernerait aussi les autres acteurs de l'écosystème. A titre d'exemple, de même que, pour les crédits bancaires aux PME, les banques se sont vues accorder un traitement prudentiel plus favorable, les interventions sur des titres de cette nature (en tenue de marché) devraient également être favorisées prudemment pour les intermédiaires de marché ... Par ailleurs, il faut veiller à la préservation et au développement des outils vitaux pour le fonctionnement des marchés accessibles aux PME et aux ETI (tenue de marché, animation de marché, production d'analyse financière, ...).

- Donner un cadre européen aux acteurs du financement participatif notamment en sécurisant juridiquement leur situation au regard de l'étendue du service de placement de titres, tel que régi par la directive MIF (*v. aussi infra § 43*).
- Clarifier le statut des émissions intermédiaires entre le financement participatif d'un côté, les obligations classiques de l'autre (placement privé, billets de trésorerie, bons de caisse etc.

16. Dans ce cadre, la segmentation entre les différentes catégories d'émetteurs est particulièrement importante. Quels sont les niveaux qui déterminent l'appartenance à l'un ou l'autre régime ?

Au-delà de ce que l'AMAFI propose par ailleurs concernant le mode de calcul du seuil faisant qu'au terme de la directive Prospectus une offre au public est réalisée, l'enjeu est particulièrement la fixation du seuil qui permet de revendiquer l'appartenance au régime des PME et ETI. Différentes notions existent dans le cadre normatif européen. Aucune n'est toutefois adaptée par rapport à la problématique particulière du financement. L'objectif doit être de distinguer les émetteurs qui ont facilement accès à l'épargne internationale de ceux qui, en pratique, n'ont véritablement accès qu'à une épargne de proximité. Ce bassin d'épargne étant par nature beaucoup plus réduit, les émetteurs de cette seconde catégorie rencontrent inévitablement plus de difficultés à lever des financements sur le marché à un coût qui soit raisonnable. D'autant plus d'ailleurs que, leurs besoins de financements étant nettement inférieurs aux émetteurs de la première catégorie, les coûts qu'ils supportent du fait des obligations liées à la cotation, sont plus importants au regard du montants des capitaux levés. A cet égard, le marché considère généralement que la ligne de démarcation entre les émetteurs de la première catégorie et de ceux de la seconde s'établit sur un niveau de 1 Md€ de capitalisation boursière.

17. En ce qui concerne le financement participatif, l'AMAFI n'a en revanche pas de proposition à formuler à ce stade. Elle considère néanmoins que deux principes doivent présider à la fixation du niveau applicable :

- D'une part, plus le niveau est haut, plus les questions de protection de l'investisseur sont importantes.
- D'autre part, la marche doit être fixée en veillant à la cohérence du continuum de financement pour qu'au fur et à mesure de leur développement, les émetteurs puissent passer de l'une à l'autre avec le minimum d'à-coups.

Veiller à l'efficience des marchés en préservant les écosystèmes locaux et la liquidité secondaire

18. Comme cela a déjà été indiqué (*v. supra § 6 et 7*), la prise en compte des spécificités et besoins de tous les acteurs, investisseurs et émetteurs, conduit nécessairement à appréhender la question du développement du financement par les marchés non pas au travers du prisme d'un marché unique et uniforme mais plutôt en termes de diversité de l'offre, adaptée à des besoins qui diffèrent selon le type d'investisseurs et d'émetteurs considéré.

Il est donc important de veiller à maintenir des places financières multiples plutôt que de chercher à tout prix à organiser un marché unique. Dans certains cas, des rapprochements de différentes places financières, notamment de leurs infrastructures de marchés, permettraient de dégager des économies d'échelle susceptibles de diminuer d'autant les coûts d'accès aux marchés pour les entreprises. Pour autant, ce type d'approche doit prendre en compte l'existence de facteurs de frottements irréfragables, et notamment l'existence de plusieurs zones de change au sein de l'Union Européenne. De fait, il doit être reconnu que certains projets n'auraient de sens qu'à l'échelle de zones déjà assez homogènes, que ce soit en termes de droit (des faillites, des titres, etc.) ou de la monnaie.

19. Il est également important de veiller à la qualité de la liquidité sur le marché secondaire. On ne rappellera jamais assez que de la qualité de cette liquidité dépend directement le coût du capital des émetteurs. L'investisseur sur le marché primaire où les entreprises lèvent les ressources financières dont elles ont besoin, prend en compte la liquidité du marché secondaire pour déterminer son prix de souscription : plus cette liquidité est faible, plus la prime de liquidité qu'il exige augmente ...

Comme cela est souligné par ailleurs (*v. infra § 22*), un certain nombre de mesures prises depuis 2008 afin de sécuriser le système financier et d'en assurer la stabilité tout en renforçant la protection des consommateurs, la transparence des marchés et la résilience des infrastructures, ont aujourd'hui pour effet une réduction préoccupante de la liquidité disponible. Cette préoccupation, désormais relayée par la BRI, la BCE et le FMI, est d'autant plus forte qu'outre le projet européen de taxe sur les transactions financière ou celui de réforme de la structure bancaire (*v. infra § 23*), les mesures d'accompagnement prises dans le cadre de la directive MIF comportent de réels dangers en la matière : paiement de la recherche (*v. aussi infra § 33*), transparence des marchés non actions ...

20. C'est d'ailleurs pour alerter sur les enjeux attachés à la liquidité que l'AMAFI a produit un document précisant les caractéristiques de la tenue de marché (*AMAFI / 15-03*), annexé à la présente contribution. Pour l'AMAFI, assurer la liquidité des marchés constitue donc une priorité d'action immédiate pour l'Europe. Il faut que l'Union européenne veille aux conséquences induites sur ce plan dans les textes qui sont en cours d'adoption, et notamment dans le dispositif MIF avant de procéder à la revue des textes déjà adoptés.

21. Par ailleurs, en termes de bon fonctionnement des marchés, il est important de :

- Améliorer l'information sur les marchés en rationalisant et consolidant les flux de données, ce qui implique de favoriser les outils communs permettant une meilleure surveillance des marchés par les régulateurs : référentiels centraux, bases de données communes, ...
- Sécuriser le cadre opérationnel des chambres de compensation, de nature systémique, par une réglementation commune appropriée.

Assurer la cohérence d'ensemble de la démarche UMC avec les autres actions entreprises par l'Europe

22. La volonté affirmée de donner aux marchés les moyens d'apporter leur contribution au financement de l'économie européenne est une nécessité. Elle suppose d'abandonner la vision essentiellement punitive qui, depuis la crise financière, a orienté l'action de régulation financière au niveau européen, mais aussi souvent au niveau national. Si des correctifs à des dysfonctionnements graves étaient indubitablement impératifs, on commence aujourd'hui à mesurer – et le Livre vert est une réaction bienvenue à cet égard – les effets macro-économiques créés par la superposition de différentes réglementations en termes de financement de l'économie européenne. L'objectif est désormais que les marchés puissent jouer efficacement leur rôle de financement.

Cela nécessite notamment :

- La prise en compte du fait que l'action de normalisation européenne menée a été considérable, ses effets pas toujours mesurables au départ, les calibrages difficiles, et que la priorité doit être la mise en œuvre effective des nombreux textes pris depuis cinq ans, ainsi qu'à la revue de l'examen concret de leurs conséquences.
- Une évaluation d'impact croisé des principales réglementations adoptées ou en cours d'adoption sur le fonctionnement des marchés au regard des objectifs économiques de croissance, d'emplois et de compétitivité.
- La revue ou l'adaptation des éléments des législations européennes, existantes ou en projet qui se révéleraient contradictoires avec l'UMC.

23. Ce dernier point est particulièrement important car certaines initiatives de régulation prises par l'Europe ont des effets potentiellement destructeurs en ce qui concerne la capacité du système financier (crédit et marché) à assumer avec efficacité son rôle de financement de l'économie. Parmi celles-ci, on peut plus particulièrement citer :

- La forte montée des exigences de capital et de liquidité, désincitatives pour de nombreux acteurs du système financier. C'est d'abord un facteur de réduction du crédit bancaire et du désengagement sur de nombreuses activités de marché, notamment de tenue de marché (CRD III, calibrage du NSFR). C'est aussi un facteur de réduction de la capacité de certains investisseurs à s'engager à long terme sur des actifs à risque alors même que ceux-ci sont centraux pour le retour de la croissance (Solvabilité II). Cet aspect est d'autant plus critique que les normes comptables donnent un avantage excessif à la règle du marquage au marché (*Mark to market*) qui, en cas de fortes secousses de marché, rend extrêmement difficile la conservation des actifs en cause, même lorsque les investisseurs sont dans une perspective de détention jusqu'à maturité (*buy and hold*).
- La forte montée des exigences d'information financière pour les émetteurs (Prospectus, Transparence, ...) qui élève le niveau à partir duquel un appel au marché présente de l'intérêt pour une entreprise, et réduit donc la capacité des plus petites d'entre elles à recourir à des financements de marché.
- La montée continue des exigences auxquelles sont assujettis les acteurs de l'écosystème de marché (intermédiaires, gestion, infrastructures) qui, en élevant leur point mort, est un facteur de concentration et de réduction de l'offre de services disponible. Cet effet doit d'autant plus être pris en compte qu'il affecte en premier lieu les activités dont la rentabilité est la plus faible, parmi lesquelles particulièrement celles qui sont au cœur de l'écosystème de proximité : l'impact potentiel des dispositions bien trop radicales envisagées dans le cadre de MiFID 2 sur le paiement de la recherche est particulièrement exemplaire de ce point de vue (*v. aussi infra § 33*).

24. Plus généralement, deux projets en cours de discussion au niveau européen doivent être particulièrement réévalués à l'aune de l'UMC dans la mesure où ils hypothèquent lourdement les perspectives de développement du financement par les marchés.

- Le premier est le [projet de taxe sur les transactions financières](#) qui, dans un cadre de coopération renforcée rassemble 11 Etats membres. Son effet direct sera d'augmenter le coût du capital des émetteurs subissant cette taxe ainsi que le coût de couverture des agents économiques (entreprises et investisseurs), et en conséquence d'affaiblir leur compétitivité. En tout état de cause, dans les Etats concernés, il ne pourra constituer une incitation à recourir plus largement au marché. En outre, ce projet constitue une rupture caricaturale dans l'effort d'harmonisation des conditions sur le marché européen unique ; son effet probable notamment pour les dérivés serait une relocalisation de ces activités en dehors du périmètre concerné.
- Le second est le [projet de réforme structurelle du secteur bancaire](#) qui, remettant en cause le modèle de banque universelle (qui a pourtant démontré sa résilience lors de la crise financière récente), constituerait en l'état actuel une barrière insurmontable au maintien et au développement de grands acteurs de marchés européens.

En tout état de cause, l'un et l'autre projet concentrent l'attention sur l'activité de tenue de marché avec, selon les orientations qui seront retenues, la possibilité d'handicaper un peu plus une activité déjà trop contrainte prudentiellement. A tel point d'ailleurs que [la moindre liquidité de marché fournie par les teneurs de marché est désormais une source d'attention pour la BRI, la BCE et le FMI \(v. aussi supra § 19 et 20\)](#).

Adapter la méthode normative européenne

25. En 2001, le Rapport final du Comité des sages sur la régulation des marchés européens de valeurs mobilières, dit Rapport Lamfalussy, constatait notamment que le mécanisme d'édiction alors en vigueur de la norme européenne était trop lent, trop rigide, producteur de trop d'ambiguïtés, sans parvenir à distinguer les principes-cadres des modalités détaillées. Une réforme en profondeur a alors été entreprise qui, sous l'effet de la crise financière, et des travaux du Groupe de Haut niveau sur la supervision financière dans l'UE, dit Rapport Larosière, a été approfondie à partir de 2009. Cette dernière étape s'est traduite notamment par la transformation du Comité européen des régulateurs de valeurs mobilières (CESR en anglais) en Autorité européenne des marchés financiers (ESMA en anglais).

Si des progrès indéniables ont été réalisés, force est toutefois de constater que [des faiblesses importantes demeurent](#) :

- [Le temps normatif européen](#), qui demeure trop lent comme déjà souligné (*v. supra § 9*), notamment au niveau 1, [est particulièrement inadapté au tempo beaucoup plus rapide des marchés](#).
- De cette lenteur découle une rigidité préjudiciable, puisqu'elle [ne permet pas de corriger rapidement les effets négatifs non décelés en amont](#). Et d'autant moins d'ailleurs que, de façon qui peut apparaître contradictoire, les travaux concernant les mesures techniques de mise en œuvre (pour lesquelles l'AEMF joue un rôle central), se retrouvent eux enfermés dans des délais beaucoup trop courts par rapport aux enjeux.
- [L'ambiguïté est trop souvent créée par les colégislateurs eux-mêmes](#) qui confrontés à des divergences importantes tendent, pour ne pas bloquer la possibilité d'un accord politique, à reporter au niveau technique le soin de déterminer, mais sans orientations claires, la solution appropriée, alors qu'il n'y a aucune raison pour que les mêmes blocages ne se retrouvent pas à ce niveau.

26. L'AMAFI a conscience de la difficulté de ces questions dans l'environnement institutionnel européen. Il lui semble toutefois que quelques pistes pourraient être mises en œuvre de manière relativement simples :

- Il faut veiller à ce que chaque texte européen forme un ensemble cohérent, mais aussi simple que possible. C'est à cette condition que la négociation politique et le travail technique pourront le plus rapidement avancer tout en facilitant l'identification et la hiérarchisation par les différentes parties prenantes des enjeux en cause. Le dispositif MIF (mais EMIR aussi) constitue pour l'AMAFI le parfait exemple de ce qu'il faut absolument éviter. En mêlant cadre d'exercice des entreprises d'investissement, cadre d'exercice des infrastructures de marché, règles applicables à des acteurs non financiers, transparence et fonctionnement des marchés actions, obligataires et dérivés, y compris de matières premières, ainsi que protection des investisseurs, ce texte impacte de multiples aspects et acteurs, avec pour conséquence une plus grande difficulté à établir les priorités à atteindre.
- Il faut également assurer l'homogénéité transversale des notions utilisées dans différents textes. La directive MIF et le règlement vente à découvert utilisent par exemple tous deux le concept de tenue de marché mais sur la base d'une définition différente. La difficulté qui en résulte risque d'être accrue dans la mesure où il est probable que le texte devant instituer une taxe sur les transactions financières et celui devant mettre en œuvre la réforme structurelle bancaire utiliseront chacun encore d'autres définitions. Une approche davantage modulaire, dans laquelle des textes plus ramassés feraient appel à des références communes, serait sans doute à la fois davantage lisible et efficace.
- L'obligation de trancher entre colégislateurs les sujets politiques de façon à ce que les orientations devant présider à l'établissement des mesures de mise en œuvre soient clairement tracées, quitte à admettre que lorsque l'accord n'est pas possible des options nationales restent ouvertes. L'AMAFI est ainsi en défaveur de la tentation actuelle qui est de chercher par principe, à réduire, voire à faire disparaître ces mécanismes d'options nationales. Un examen cas par cas est nécessaire, qui conduit à trancher en fonction d'un seul critère : le bon fonctionnement du marché en tant qu'outil de financement des entreprises et d'allocation de l'épargne.
- L'introduction d'une plus grande flexibilité dans la mise en œuvre de la réglementation européenne, avec notamment une double capacité. Celle d'abord de pouvoir repousser des échéances pour permettre un approfondissement suffisant de la réflexion et, lorsque cela apparaît nécessaire, d'analyses d'impacts dont l'objet ne sera pas seulement de servir d'alibi. Celle ensuite d'autoriser, si besoin est, la suspension rapide des dispositions qui se révéleraient contreproductives. De ce point de vue, l'exemple Outre-Atlantique des *no-action letters* doit sans doute être particulièrement considéré.

27. L'enjeu ici est celui de la réactivité et de l'adaptabilité de la norme européenne en matière de marché. Au regard du contexte dans lequel s'inscrit le Livre vert, c'est un enjeu de première importance.

28. A ce titre, une des priorités de la Commission devrait être la réalisation d'une évaluation des effets cumulés de tous les textes financiers mis en place au courant de la dernière mandature et la mise place d'un processus systématique d'appréciation d'impact après la mise en œuvre de toute nouvelle réglementation.

29. Enfin, le rôle et le positionnement de l'AEMF doivent être considérés. Pour l'AMAFI, en ce domaine, une priorité forte doit être donnée à la convergence des pratiques de supervision des autorités nationales (à législation identique) et à la mise en commun de moyens. Comme cela a déjà été souligné, les divergences d'interprétation entre autorités nationales constituent aujourd'hui une puissante source de fragmentation du marché : il faut donc revoir les mécanismes de revue par les pairs, actuellement peu convaincants (*peer reviews*). Un mécanisme efficace d'appel ouvert aux professionnels, serait également

à mettre en place. Il faut également développer les moyens communs, particulièrement dans le domaine informatique, où la coexistence de systèmes parallèles, outre qu'elle est une source de coûts au quotidien, a toute chance à moyen terme d'interdire toute fusion ultérieure de ces systèmes dans des conditions satisfaisantes en termes de rapidité et de coûts.

Cette convergence des pratiques de supervision doit toutefois être menée à l'aune de la priorité absolue que constitue le bon fonctionnement des marchés et le maintien de ce point de vue d'écosystèmes de financement de proximité. Il ne faut pas que la convergence obère la capacité des autorités nationales à assurer que ces écosystèmes locaux opèrent de la façon la plus efficace possible, condition vitale d'un bon financement des valeurs petites et moyennes.

30. Parallèlement, à ce stade, l'AMAFI est [opposée à l'adjonction de nouvelles compétences à l'AEMF](#). L'Autorité est encore jeune, elle a eu beaucoup à faire depuis sa constitution en 2011, souvent dans des conditions extrêmement difficiles, compte tenu du nombre de nouveaux textes pris au niveau européen et des délais qui lui étaient impartis pour mener à bien ses travaux. Même si la faute ne peut lui en incomber seule, l'AEMF n'a pas encore démontré que ses missions actuelles étaient exercées dans les conditions qui peuvent être attendues d'elle, et donc qu'elle pouvait en assumer de nouvelles sans préjudice pour les autres. En particulier, la mise en place d'un véritable dialogue avec les professionnels, aboutissant à tenir au cas par cas effectivement compte de leur avis, reste à réaliser ; elle est un facteur essentiel de la réussite des régulateurs nationaux.

31. Voir aussi infra § 61.

II. – REPONSES AUX QUESTIONS SOULEVEES PAR LE LIVRE VERT

Question 1 : Outre les cinq domaines prioritaires définis pour des actions à court terme, quels autres domaines devraient être prioritaires ?

32. Par rapport aux priorités identifiées par le Livre vert, l'AMAFI souhaite faire valoir de manière complémentaire les points suivants.

a. Réduire les entraves à l'accès aux marchés de capitaux

La révision de la directive Prospectus est une initiative bienvenue. Des clarifications et simplifications sont nécessaires. Sur ce point, l'AMAFI renvoie aux observations spécifiques qu'elle formule par ailleurs.

Néanmoins l'accès aux marchés de capitaux ne peut être envisagé seulement à l'aune de la directive Prospectus. Comme souligné précédemment (*v. supra § 15 et 16*), il est indispensable de [créer un cadre ad hoc pour faciliter l'accès des entreprises de moins de 1 Md€ de capitalisation aux financements de marché](#).

Par ailleurs, un [cadre européen pour le financement participatif](#) devrait être mis en place (*v. supra ibid.*).

Enfin, l'accès aux marchés de capitaux ne sera suffisamment fluide que s'ils sont suffisamment liquides. Cela suppose de [placer la liquidité des marchés au cœur de l'action européenne](#) pour les raisons déjà développées (*v. supra § 19 et s.*).

b. **Élargir l'éventail des investisseurs accessible aux PME**

L'AMAFI émet des réserves en ce qui concerne la « *définition d'un socle minimal commun de données comparables pour l'information financière et l'évaluation du crédit* ». Non pas sur le principe qui doit être soutenu mais sur ses implications pratiques. L'expérience montre en effet qu'un tel socle risque de se bâtir en tenant compte de préoccupations qui peuvent être très diverses selon les Etats membres, avec la conséquence de se caractériser par un empilement de données multiples afin de satisfaire chacun. Cela peut avoir des répercussions lourdes pour les acteurs fournissant les données, avec en outre la probabilité de dégrader de façon transitoire, les mécanismes qui existent.

En tout état de cause, il serait démotivant que l'accès aux systèmes existants soit largement ouvert sans que ceux qui y contribuent, et qui en font l'efficacité, n'en tirent un profit particulier.

c. **Mettre en place un marché pérenne pour les titrisations**

C'est un enjeu majeur pour redonner aux bilans bancaires, la capacité à conserver une capacité d'origination de crédits, particulièrement vitale dans les nombreuses situations où le marché ne sera pas à même de fournir des solutions de financement, notamment vis-à-vis des plus petites entreprises (*voir consultation dédiée*).

d. **Stimuler l'investissement à long terme**

L'Association souligne une nouvelle fois la nécessité d'inclure aussi la dimension comptable et prudentielle dans la réflexion (*v. supra § 23*). Les normes applicables ont en effet des conséquences très négatives sur l'investissement à long terme, notamment en réduisant la capacité à conserver des actifs en cas de fortes baisses de leur valorisation, alors que l'Europe a un besoin vital en la matière.

Par ailleurs, la proposition de modèle de fonds de pension européen rentre dans cette préoccupation (*v. infra § 47 et s.*), comme serait plus largement indispensable une réflexion sur la priorité à donner aux marchés actions (*v. supra § 12 et s.*).

e. **Développer des marchés européens de placements privés**

L'AMAFI est naturellement très favorable à cet axe pour les raisons exposées en réponse à la question 4.

Question 2 : Quelles mesures complémentaires concernant la disponibilité et la normalisation des informations sur la solvabilité des PME pourraient favoriser l'approfondissement du marché du financement des PME et des start-ups et l'élargissement de la base d'investisseurs ?

33. La première mesure que doit prendre de manière urgente l'Europe est de veiller à ne pas affaiblir au travers des dispositions de niveau 2 en cours d'adoption dans le cadre MIF 2, les capacités d'analyse financière qui sont aujourd'hui présentes sur les PME et ETI. Ces capacités constituent en effet un enjeu majeur pour que ces entreprises aient accès aux financements de marché comme la Commission le note elle-même très bien dans le document de travail accompagnant le Livre vert : « *More generally, there is inadequate business information on SMEs that have a listing or seek a listing. One of the reasons is that equity research analysts and business information providers are far less likely to cover SMEs with their research than large enterprises. The lack of investment research and analysis on SMEs partly explains the limited interest of investors. It is expensive to provide good quality independent research, which is necessary to provide added value over the provision of raw data* ».

Sur cette question, l'AMAFI renvoie aux développements contenus dans la note « *MiFID II implementing measures – Paying for research – The macroeconomic issues raised mean an in-depth debate is needed* », établie en février dernier avec ses homologues allemand (bwf), danois (DSDA) et italien (ASSOSIM), annexée à la présente contribution.

34. Par ailleurs, l'AMAFI estime qu'au moins deux types d'actions complémentaires devraient être envisagés.

- Examiner les conditions de mise en place d'une [agence européenne de notation des PME et ETI](#). Le coût d'une telle notation étant probablement inaccessible à la plupart des PME et ETI, il faut sans doute qu'au moins une partie de celui-ci soit pris en charge par la collectivité.
- [Développer la formation financière des dirigeants d'entreprises](#), et en particulier de TPE et PME. Il est en effet probable que tous ne sont pas suffisamment conscients des différents modes de financement à leur disposition. Une initiative européenne pourrait donc consister à inciter les Etats membres à développer cet axe, le défaut d'information et de formation financière pouvant constituer une barrière importante au recours aux modes alternatifs de financement.

✚ **Question 3 : Comment soutenir les ELTIF afin d'encourager le recours à ces fonds ?**

35. L'AMAFI n'a pas d'observation particulière à formuler sur cet aspect.

✚ **Question 4 : Quelle action de l'UE serait nécessaire pour contribuer au développement des marchés de placements privés, outre le soutien aux efforts issus du secteur privé en vue de convenir de normes communes ?**

36. L'AMAFI estime que [le développement des marchés de placement privé est vital](#) en ce que ces marchés permettent de combler un besoin de financement des entreprises d'une part, de rendement des portefeuilles des investisseurs institutionnels d'autre part. C'est bien la raison pour laquelle d'ailleurs l'Association est à l'origine des travaux menés sur la Place de Paris qui, à l'instar de ce qui existe au Etats-Unis avec l'US PP ou en Allemagne avec le *Schuldschein*, ont abouti à la publication d'un cadre de référence soutenu par les émetteurs, les investisseurs et les intermédiaires de marché. Cette Charte Euro PP facilite ainsi grandement le travail de négociation qui doit être mené entre les parties prenantes à chaque opération.

Ces travaux de la Place de Paris trouvent aujourd'hui un nouveau développement dans le cadre de réflexions menées en liaison avec l'ICMA, afin de décliner en l'adaptant ce modèle dans d'autres pays européens.

37. Dans ce cadre, l'UE doit avoir ici un [rôle d'impulsion](#) pour inciter, dans les différents Etats membres, les représentants des parties prenantes (émetteurs, investisseurs et intermédiaires de marché) à examiner ensemble les adaptations de la Charte Euro PP qui leur paraissent nécessaires pour s'adapter aux particularités locales de leur marché. [L'enjeu est que la Charte puisse répondre à l'objectif premier de financement des ETI nationales.](#)

L'Europe peut par ailleurs aider à développer une [vision statistique précise](#) de l'évolution de ce marché.

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

38. La capacité des marchés des titres de taux courts (billets de trésorerie, bons de caisse, ...) à jouer leur rôle, de façon plus accessible aux PME-ETI, doit également être analysée. Le financement à court terme est aussi un enjeu de croissance. Le point a été évoqué supra, notamment pour les valeurs moyennes ; il doit s'inscrire dans la rationalisation de la gamme des produits de taux qui bénéficierait d'une clarification au niveau européen, y compris pour les grandes valeurs.

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

39. L'AMAFI partage l'opinion selon laquelle « *Une plus grande normalisation des émissions des titres de créances d'entreprise pourrait favoriser le développement d'un marché secondaire plus liquide pour les obligations d'entreprises.* » La normalisation devrait donc être encouragée.

Elle observe néanmoins que les orientations qui sont en train d'être prises dans le cadre de MIF 2 ne sont pas nécessairement cohérentes avec cet objectif. Il sera nécessairement contreproductif de lier la notion de liquidité – et les obligations de transparence renforcées qui s'y rapportent - au seul montant des souches obligataires. Compte tenu de l'augmentation du risque pris par les intermédiaires de marché sur cette souche, leur intérêt à se porter teneur de marché s'en trouvera fortement réduit, ce qui en retour devrait conduire beaucoup d'émetteurs à privilégier des émissions plus nombreuses et plus petites plutôt que l'abondement de souches existantes ...

40. En tout état de cause, outre qu'il est important de distinguer entre marchés de dettes souveraines et de dettes d'entreprises qui n'obéissent pas aux mêmes logiques, il faut se demander en quoi une initiative au niveau de l'UE serait ici nécessaire : les forces du marché devraient être suffisantes s'il existe un intérêt réel des émetteurs et des investisseurs.

✚ **Question 7 : Outre le soutien qu'elle apporte à l'élaboration de lignes directrices par le marché, l'UE doit-elle agir pour faciliter le développement d'investissements environnementaux, sociaux et de gouvernance qui soient standardisés, transparents et responsables, y compris les obligations vertes ?**

41. L'AMAFI soutient le développement de tels investissements qui répondent en outre à l'attente d'un nombre croissant d'investisseurs. En la matière, l'Union européenne doit d'abord avoir un rôle d'incitation et d'accompagnement d'une démarche qui doit avant tout être menée par le marché. En ce domaine, un travail de normalisation réglementaire semble difficile à envisager.

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

42. L'AMAFI n'y est pas favorable en tant qu'action de normalisation. Ce type d'action a toute chance de se traduire par d'importantes contraintes pour les entreprises qu'il s'agit d'aider. En la matière, il ne faut pas considérer que des normes comptables communes pour les PME et ETI faisant appel au marché ou se cotant sur un MTF doivent constituer un prérequis. En tout état de cause, il ne semble pas

opportun de développer de façon normative un troisième référentiel qui multiplie les langages, sources d'inégalité potentielle entre les acteurs et de coûts de transition lorsque l'entreprise se développe.

En revanche, il peut être intéressant d'essayer de [développer un référentiel commun que les entreprises concernées seraient libres d'adopter](#) si elles estiment qu'au regard de la charge que représente l'adoption de ce référentiel, leur financement s'en trouvera facilité. Une analyse coûts / bénéfices devrait être menée pour confirmer l'intérêt d'une telle approche.

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

43. [Les obstacles sont inhérents à des dispositifs qui restent nationaux](#). Pour que des opérations puissent être réalisées de façon transfrontière, Il faut une harmonisation préalable de ces dispositifs qui doit être menée en inscrivant cette forme de financement dans un continuum répondant aux conditions qui ont déjà été décrites (*v. supra § 12 et s.*).

Par ailleurs, comme déjà indiqué (*v. supra § 15*), il est nécessaire de [sécuriser juridiquement la situation des acteurs du financement participatif](#). Les cadres nationaux qui leur permettent de proposer des titres d'entreprises à des investisseurs sans avoir le statut d'entreprise d'investissement ne sont pas conformes aux dispositions de la directive MIF en ce qu'elles régissent le service de placement de titres défini comme service d'investissement réservé aux seuls acteurs agréés pour le fournir.

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

44. Comme relevé déjà (*v. supra § 23*), [les normes comptables constituent un frein fort](#). Au travers de [la règle du marquage au marché \(Mark to market\)](#), les investisseurs sont souvent contraints, en cas de fortes secousses de marché, de procéder à la liquidation des actifs détenus, quand bien même ils sont enclins à les détenir jusqu'à maturité (*buy and hold*).

La révision du statut des placements en actions dans Solvabilité 2, et l'exclusion de principe de toutes les institutions de retraites de cette réglementation, serait ici prioritaires.

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

45. La commercialisation transfrontière connaît de véritables difficultés, particulièrement en conséquences d'interprétations divergentes prises par les Etats membres et leurs autorités nationales dans un souci de protection de leurs nationaux, investisseurs non professionnels.

Pour l'AMAFI la résorption des ces difficultés passe avant tout par la [convergence des pratiques de supervision](#) (*v. aussi supra § 5 et 6*).

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

46. L'AMAFI n'a pas d'observation particulière à formuler sur cet aspect.

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

47. En Europe, le financement de l'économie devenant plus dépendant des marchés, il est crucial que ce développement n'aboutisse pas à donner à des investisseurs situés en dehors de l'Union, un poids disproportionné dans le financement des entreprises européennes qui deviendraient alors trop dépendantes de ces investisseurs, tant en termes économiques que politiques. Répondre à cet enjeu de souveraineté, suppose que l'Europe dispose, au moins dans la majorité des pays, de structures d'investissement ayant la capacité d'investir à long, voire très long terme.

Une large partie de cette problématique est directement liée à l'existence de systèmes de retraite par capitalisation qui sont quasiment les seuls à avoir un horizon de détention suffisamment long.

48. De ce point de vue, l'AMAFI soutient pleinement un schéma commun européen de fonds de pension, non obligatoire, doté d'un avantage fiscal minimal harmonisé (et une clause permettant de bénéficier du régime national s'il est plus favorable), majoritairement investi sur des actions européennes. Un tel mécanisme offrirait en effet un levier très puissant pour permettre aux marchés européens de jouer leur rôle, en particulier de financement en fonds propres des entreprises.

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

49. L'AMAFI n'a pas d'observation particulière à formuler sur cet aspect.

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

50. Le capital-risque constitue une classe d'actifs critique pour la croissance en Europe. Le financement des start-up est crucial : trop souvent, des jeunes sociétés à vocation mondiale peinent à trouver en Europe les capitaux dont elles ont besoin, ce qui les conduit soit à freiner leur développement, soit à rechercher ces capitaux à l'étranger en déplaçant leur centre de gravité hors du territoire de l'Union.

Aujourd'hui, les montants investis en capital-risque sont très insuffisants : c'est pourtant par eux que se créeront les entreprises qui seront les champions européens de demain et généreront la croissance dont l'Union a besoin.

Mais le ressort fiscal est ici essentiel.

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

51. L'AMAFI n'a pas d'observation particulière à formuler sur cet aspect.

✚ **Question 17 : Comment faire pour augmenter la participation transfrontière des particuliers aux OPCVM ?**

52. L'AMAFI observe que la fiscalité joue un rôle déterminant en la matière (v. supra § 8). Il faut aussi gommer le plus complètement possible les interprétations divergentes entre Etats membres dans le domaine des règles de commercialisation.

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

53. Les normes en matière de protection des consommateurs et des investisseurs sont très nombreuses et très contraignantes. Cela pose en pratique des difficultés en termes de bonne mise en œuvre de ces règles, surtout quand il s'agit de les appliquer à la fourniture transfrontière de services et de produits financiers. Dans ces situations en effet, les interprétations peuvent être (et sont souvent) divergentes entre Etats membres.

Le principal rôle que peuvent avoir les AES est alors de favoriser la convergence de ces interprétations. Dans cette mission, il faut toutefois maintenir une vision macro-économique des problématiques. Les consommateurs et investisseurs européens sont aussi des citoyens et des salariés, et ce que les uns peuvent gagner en protection, les autres peuvent le perdre en termes de richesse collective et d'emploi. Ce qui importe c'est l'équilibre obtenu dans les arbitrages réalisés.

54. Pour favoriser la convergence, les AES ont une mission indéniablement importante à accomplir en ce qui concerne les mécanismes de revue par les pairs (peer reviews) qui doivent être développés et surtout rendus plus efficaces.

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

55. La question est révélatrice d'une tendance forte qui doit désormais être reconsidérée. Il ne faut pas nécessairement toujours plus de protection dans un dispositif normatif qui en prévoit déjà beaucoup. L'investissement sur le marché suppose aussi l'acceptation d'un certain niveau de risque. Il faut aujourd'hui reconsidérer certains arbitrages antérieurs pour vérifier que la protection des investisseurs ne se traduit pas, de façon inappropriée, par un moindre accès aux financements de marché des entreprises.

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

56. L'AMAFI n'a pas d'observation particulière à formuler sur cet aspect.

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

57. L'Europe doit se doter d'une stratégie industrielle volontariste en matière financière. Le risque est que demain le financement de l'économie européenne dépende assez largement d'établissements financiers non européens. Cela ne passe pas forcément par plus ou moins de réglementation, mais par une réglementation plus équilibrée, notamment au regard de ce que font les autres zones territoriales.

Dans ce cadre, l'attrait des investisseurs non-européens est directement lié à la capacité de l'Union à générer de la croissance, ce qui est une question beaucoup plus large ...

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

58. Cet aspect est directement lié au précédent. Il ne sera possible d'inciter les pays tiers à ouvrir leur marché qu'en étant beaucoup plus restrictif sur l'accès au marché européen. La réciprocité doit primer alors que beaucoup trop souvent le marché européen est ouvert par principe.

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

59. Il faut mutualiser et consolider le reporting des données de marché. Cela fait plus de dix ans que l'Europe tergiverse sur cette question. Ce sont dix ans de perdus.

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

60. L'enjeu n'est pas de continuer à renforcer un corpus normatif européen déjà très important, mais au contraire de l'adapter pour concilier de la façon la plus efficace possible les impératifs en jeu : assurer la stabilité du système financier, protéger les investisseurs et assurer le bon financement de l'économie.

Surtout, il apparaît crucial d'adapter le processus législatif et normatif européen pour lui conférer une cohérence, une réactivité et une flexibilité accrues (cf. supra, § 26 à 29).

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

61. Un régulateur unique ou à tout le moins un renforcement des pouvoirs des AES en termes de supervision est souvent perçue comme une solution permettant de pallier les arbitrages réglementaires pouvant résulter de divergences dans la mise en œuvre de la supervision entre Etats membres. La réalité est cependant celle de contextes culturel, économique et juridique propres à chaque Etat, au sein desquels les régulateurs et les politiques demeurent avant tout responsables devant leurs propres institutions nationales et leur électeurat. De ce point de vue, la capacité des régulateurs à maintenir l'intégrité de leurs marchés nationaux est, par exemple, importante.

Si, en tout cas à court ou moyen terme, la perspective d'un régulateur unique est donc irréalisable, et sans doute non souhaitable, l'instauration d'un mécanisme de suivi, sur le modèle de ce qui avait réalisé pour CESR avec le Groupe interinstitutionnel de surveillance des marchés des valeurs mobilières (Inter-institutional Monitoring Group - IIMG) devrait être sérieusement considéré. Ce groupe, à l'époque mis en place sous l'égide des institutions européennes et composé d'experts indépendants, avait pour vocation d'évaluer l'avancement de la mise en œuvre du processus Lamfalussy, qui lui-même visait à créer un système de régulation plus efficace des marchés des valeurs mobilières en Europe. Un dispositif de ce genre est très important pour assurer l'adéquation effective du dispositif de régulation européenne par rapport aux enjeux.

62. Sur cet aspect, voir aussi supra § 25 et s.

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

63. L'un des enjeux de ces dispositifs est le niveau de protection qu'il confère aux détenteurs de titres au travers de la nature du droit qui leur est reconnu. Beaucoup de système accordent ainsi au titulaire du titre un droit de propriété, tandis que d'autres lui reconnaissent un simple droit de créance. Dans un environnement post-crise financière, envisager une harmonisation autrement que sur la base du système le plus protecteur et le plus sûr, en reconnaissant un droit de propriété, serait politiquement injustifiable.

En tout état de cause, l'AMAFI observe que cet aspect ne constitue pas à preuve du contraire, un obstacle à ce que les grandes entreprises européennes accèdent aux grands marchés européens, et au-delà aux investisseurs internationaux. L'obstacle particulier qui, de ce seul fait, serait créé pour les entreprises moyennes et petites demande donc à être documenté.

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

64. Le collatéral et sa libre de circulation prennent une importance croissante et joueront un rôle fondamental dans la réussite de l'UMC. Les exigences en matière de collatéral prévues par la réglementation européenne augmentent et, pour parvenir à supprimer les obstacles à l'utilisation transnationale de collatéral, il est important de faciliter les flux et la disponibilité de collatéral entre les entités et à travers les frontières. Les mesures suivantes sont nécessaires :

- Examen de l'interaction des mesures réglementaires récentes affectant les flux de collatéral (notamment MiFID, EMIR et SFT) pour identifier les obstacles et restrictions non intentionnels à l'utilisation de structures de transfert de propriété ou globales, ainsi que d'autres impacts sur l'utilisation et les flux de collatéral.
- Poursuite de l'harmonisation des méthodes de création de collatéral et de la coordination des initiatives existantes pour harmoniser les lois des États membres sur l'insolvabilité en ce qui concerne le traitement du collatéral.
- Malgré la mise en œuvre des directives concernant le caractère définitif du règlement et les contrats de collatéral, le cadre juridique relatif à la reconnaissance des accords de compensation avec déchéance du terme diffère considérablement entre les États membres. Une plus grande harmonisation et l'alignement avec le développement au niveau international de la législation en matière d'accords de compensation avec déchéance du terme (principes d'UNIDROIT relatifs aux clauses de compensation) améliorerait grandement la sécurité juridique et conforterait cet instrument dans son rôle fondamental d'atténuation des risques.

65. Des formes harmonisées de collatéral (par exemple actifs et transactions) devraient être développées lorsque cela est approprié. Il est également important que les flux transfrontaliers de collatéral ne soient pas limités par des restrictions réglementaires excessives (contraintes sur les marchés de repo, exigences de marge ou lois sur l'insolvabilité, par exemple).

Dans le cadre de l'approche opérationnelle de la législation sur les titres suggérée dans la réponse à la question 26, nous considérons qu'en ce qui concerne le collatéral, une distinction claire devrait être établie entre (1) crédit ou débit des comptes de titres comme élément déterminant du transfert de propriété, quelle que soit la contrepartie sous-jacente (transfert en pleine propriété ou à titre de garantie), et (2) les moyens de fournir une garantie dans le cadre d'un contrat de collatéral avec constitution de sûreté dans lequel la propriété et/ou le contrôle des titres est dévolu au preneur de la garantie et l'accès à ces titres par le détenteur d'un compte ou un tiers est limité. Dans le premier cas, les circonstances dans lesquelles les droits de propriété du titulaire d'un compte naissent et s'éteignent seraient précisées.

66. Pour ce qui est du collatéral, il faut préciser que le créancier du titulaire d'un compte ne peut faire valoir ses droits vis-à-vis de ce dernier que sur les titres détenus par l'intermédiaire du titulaire du compte, et non ceux inscrits dans les livres d'un fournisseur de compte de niveau supérieur, y compris lorsque celui-ci détient les titres du débiteur dans des comptes séparés.

- Les comptes généraux (omnibus) offrent une plus grande fluidité, notamment lorsque les actifs sont inscrits au bilan plutôt que sur des comptes de mandataire ;
- La réglementation SFT proposée permettrait d'améliorer les flux transfrontaliers de collatéral. Elle procurera une meilleure visibilité aux investisseurs et régulateurs sur les prêts de titres, les contrats de rachat et la ré-hypothèque/réutilisation des actifs. Parallèlement, MiFID 2 devrait renforcer la protection des actifs des clients, plus particulièrement en cas d'insolvabilité de la société d'investissement, et interdira l'utilisation des instruments financiers des clients sur le propre compte de la société, sauf accord express du client ;
- Les méthodes de création de collatéral doivent être clarifiées, notamment les règles de Priorité pour l'affectation sur le compte de titres : par exemple, les intérêts de garantie conventionnelle devraient être classés en ordre chronologique à partir de la date d'entrée en vigueur du contrat de collatéral ou d'imputation sur le compte de titres ;
- Harmonisation des règles concernant l'« acquisition de bonne foi » de titres et de titres remis en garantie

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

67. L'AMAFI n'a pas d'observation particulière à formuler sur cet aspect.

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

68. Harmoniser les droits applicables en matière de procédures collectives et de sûretés réelles constituerait une réforme de grande ampleur, très complexe à réaliser compte tenu de l'imbrication étroite de ces règles dans chaque système juridique national. En ce sens, elle apparaît peu réaliste (*v. aussi supra § 8*).

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

69. Une intégration des politiques fiscales offrirait un levier indéniable, notamment pour orienter l'épargne vers l'investissement de long terme. D'autant plus d'ailleurs que l'on parle de PME et ETI qui dépendent d'abord de bassins d'épargne de proximité pour lesquels la fiscalité joue un rôle directeur de premier plan. Elle est cependant particulièrement difficile à envisager car suppose un transfert de souveraineté que l'on sait d'autant plus improbable qu'il requiert l'unanimité.

En la matière si l'Europe doit suivre une voie, c'est avant tout celle de la coordination des politiques fiscales.

70. L'AMAFI observe néanmoins que la combinaison de la fiscalité des entreprises et de la fiscalité de l'épargne induit des différentiels de coûts fiscaux sur les financements d'entreprises selon qu'il s'agit d'un financement par fonds propres (fiscalité des dividendes) ou par endettement (fiscalité des intérêts). Ces différentiels qui peuvent être plus ou moins marqués selon les pays, jouent généralement en défaveur du financement par fonds propres. Compte tenu du rôle particulier que jouent les actions dans l'investissement des entreprises, une telle situation ne peut être considérée opportune. A tout le moins, l'Europe devrait promouvoir un principe de neutralité.

Sur cette question, l'AMAFI renvoie au tableau annexé qui établit un comparatif entre l'Allemagne, la France et le Royaume-Uni.

71. De ce point de vue, le régime européen des aides d'Etats tel que récemment réformé, met en place au travers des modalités de sa règle « de minimis » un dispositif dont la complexité hypothèque au final la capacité des Etats d'aider au financement des PME-ETI.

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

72. L'AMAFI observe que le renforcement et le durcissement incessants de la réglementation financière ne peut en aucun cas faciliter le développement de nouveaux modèles d'entreprises. Elle favorise d'abord la concentration des acteurs, au détriment de la diversité de l'offre de services et de produits.

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

73. L'AMAFI est favorable à ce que soit mis en œuvre un cadre adapté et spécifique pour les marchés de matières premières.

Les marchés de dérivés sur matières premières sont de nature très particulière en raison de la nature de leurs sous-jacents, des marchandises. Ils sont très importants pour les utilisateurs finaux européens (producteurs, fabricants, consommateurs) en tant qu'outils de couverture de leurs risques ou de sécurisation de la livraison. Une harmonisation au niveau international serait la plus pertinente mais elle ne peut être envisagée aisément. Dans ces conditions, il est important que l'Europe reconnaisse la spécificité et l'importance de ces marchés en les traitant en tant que tels, par la création d'un cadre dédié, et non plus de manière incidente au sein des textes financiers généralistes et en encadrant de façon appropriée tous les acteurs de ces marchés. Ce sera l'occasion d'une réflexion approfondie sur une thématique qui mobilise une attention de plus en plus grande.

