

**25 recommandations**  
**pour une**  
**Union des marchés de capitaux**  
**axée sur**  
**l'investissement et le financement**

*Rapport pour le ministre des Finances et des Comptes publics*

Mai 2015

**Fabrice DEMARIGNY**

## **Remerciements**

*Avant tout, je tiens à exprimer ma profonde reconnaissance à Monsieur Michel SAPIN, ministre des Finances et des Comptes Publics, qui m'a demandé de rédiger ce rapport. Je suis également reconnaissant à MAZARS et Marcan qui ont aimablement accepté que je puisse être en partie distrait de mes obligations professionnelles pour mener à bien cette mission. Ceci reflète l'engagement du groupe MAZARS en faveur d'un marché unique efficace et compétitif au sein de l'Union européenne. Je souhaite vivement remercier les experts, les autorités publiques et les acteurs de marché que j'ai eu le privilège de rencontrer et ceux qui m'ont envoyé leurs contributions. Sans leur témoignage et leur expérience, ce rapport aurait omis les points clefs. J'adresse également tous mes remerciements à la Direction générale du Trésor du ministère des Finances et des Comptes publics, qui m'a fourni le soutien nécessaire à la conduite de cette mission. En particulier, je voudrais exprimer ma chaleureuse reconnaissance à Pierre Davoust qui a efficacement coordonné les travaux de la mission et a grandement contribué à la rédaction du rapport final.*

## Introduction

Ce rapport a été rédigé à la demande de Michel SAPIN, ministre des Finances et des Comptes Publics, et s'appuie sur de nombreux entretiens auprès des autorités publiques et des acteurs de marché. C'est une contribution au débat en cours au sein de l'Union européenne sur l'Union des marchés de capitaux (« **UMC** »).

Le 18 février 2015, la Commission européenne a publié un livre vert pour lancer une consultation sur ce que devraient être les composantes de l'UMC. Pour la Commission, l'objectif de l'UMC est de développer des marchés européens de capitaux intégrés, efficaces et compétitifs. Cet objectif est fondamental mais il mérite d'être porté de manière plus volontaire afin de mieux éclairer les choix politiques que l'UE va devoir faire pour l'atteindre.

Il ressort des entretiens et des études conduits à l'occasion de la préparation de ce rapport que l'objectif premier de l'UMC devrait être de renforcer ou de créer, à l'échelle européenne, des mécanismes permettant d'investir en confiance l'épargne là où l'innovation se conçoit, les entreprises croissent et de nouveaux emplois sont créés. En d'autres termes, le premier pilier de l'UMC devrait être une **Union pour l'investissement**.

Cette allocation optimale de l'épargne ne peut être obtenue qu'en facilitant davantage l'accès des entreprises, des entrepreneurs et de toute l'économie européenne aux modes de financements par les marchés, en complément des financements bancaires, qui sont aujourd'hui dominants dans l'UE mais demeurent trop contraints. Il conviendrait également de fluidifier la circulation des capitaux au sein du système financier européen, et de rendre les intermédiaires ainsi que les infrastructures de marché plus solides et compétitives. En un mot, le second pilier de l'UMC devrait être une **Union pour le financement**.

Pour les acteurs de marché, une UMC réussie, combinant une Union pour l'investissement et une Union pour le financement, devrait s'articuler autour des 4 priorités politiques suivantes :

- supprimer les incitations négatives à l'investissement (en particulier à l'investissement de long terme) et celles empêchant une allocation optimale des capitaux au sein du marché unique ;
- améliorer la transparence des marchés de capitaux et renforcer la confiance des investisseurs transfrontières au sein de l'UE ;
- élargir l'accès au financement par les marchés; et
- favoriser la liquidité des marchés et assurer une circulation efficace de capitaux entre les investisseurs, le système bancaire et les besoins de financement des entreprises.

Naturellement, sans une forte volonté politique et la détermination des institutions européennes, rien de tout cela ne sera possible. Pour assurer le succès de ce projet, l'UE

devra afficher une ambition claire, à même d'être aisément compréhensible pour les citoyens de l'Union.

Cette ambition pourrait être que l'UE soit, en 2025 :

- financée par des marchés de capitaux intégrés et liquides, représentant 40 % des besoins de financement de ses entreprises ;
- la place de financement et de cotation la plus attractive au monde pour les secteurs de l'innovation ;
- le centre financier mondial pour les investissements de long terme et les infrastructures ;
- le principal fournisseur de références de marché, de processus de financement et d'indices ayant fait leurs preuves dans la zone euro ; et
- le marché domestique d'une industrie financière puissante, participant à armes égales avec ses concurrents globaux au système financier international.

Les 25 recommandations stratégiques proposées dans ce rapport tracent un chemin pour atteindre cette ambition.

## I – Une Union pour l’investissement

Si l’objectif du premier pilier de l’UMC, l’Union pour l’investissement, est de créer un environnement favorable à l’investissement orientant les capitaux là où ils seront le plus productifs, l’UE devrait rendre plus aisée l’allocation d’actifs transfrontière des investisseurs institutionnels, proposer un choix plus large aux investisseurs individuels et ouvrir, sous réserve de réciprocité, l’accès des investisseurs internationaux au marché unique.

Au-delà du bénéfice d’un environnement favorable, les investisseurs ont besoin de comprendre et d’avoir confiance dans le système financier au sein duquel ils investissent. Pour ce faire l’UE devrait rendre plus transparents encore certains segments de marchés et plus homogène la supervision des marchés de capitaux au sein du marché unique.

### a) Accroître la capacité d’investissement de l’Union européenne

#### **1. Supprimer les incitations négatives à l’investissement par les investisseurs institutionnels**

Les investisseurs institutionnels (entreprises d’assurance, fonds de pension, gestionnaires d’actifs, banques, etc.) sont les principaux investisseurs de long terme sur les marchés de capitaux. Leur allocation d’actif et leur stratégie d’investissement (notamment en termes de maturité et de risque) sont structurellement déterminées par la nature de leurs passifs. Le cadre prudentiel qui leur est applicable vise précisément à assurer une bonne adéquation entre leurs actifs et leurs passifs.

Le dernier cadre prudentiel adopté par l’UE (la directive Solvabilité II<sup>1</sup>) sera applicable aux entreprises d’assurance à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2016. Un grand nombre d’entreprises d’assurance a anticipé l’entrée en vigueur de Solvabilité II et a déjà procédé à des réallocations d’actifs au sein de ses portefeuilles d’investissement. On observe ainsi que la perspective de Solvabilité II bloque la diversification des portefeuilles et ce au détriment de classes d’actifs telles que les investissements en infrastructure (en dette ou en fonds propres), les actions cotées ou non cotées de PME et d’entreprises de taille intermédiaire (ETI), les placements privés ou les véhicules de titrisation. La principale raison tient au surdimensionnement des nouvelles exigences en capital introduites par Solvabilité II pour chacune des classes d’actifs. Au vrai, le cadre prudentiel de Solvabilité II crée des incitations négatives à l’investissement de long terme et à la prise de risque, qui ne sont pas justifiées en termes de stabilité financière.

Dès lors, pour favoriser l’investissement de long terme et le financement de la croissance, la revue des exigences en capital applicables à certaines classes d’actifs sous le régime de Solvabilité II doit être une priorité absolue pour l’UE et couvrir notamment :

- **les infrastructures** : à la demande de la Commission européenne, l’Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (AEAPP) a publié un

---

<sup>1</sup> Directive 2009/138/CE

document de consultation le 27 mars 2015<sup>2</sup> qui vise à définir des exigences prudentielles spécifiques aux projets d'infrastructures (ce qui n'existe pas à l'heure actuelle). Cette initiative doit être chaleureusement saluée. D'un point de vue pratique, s'agissant de l'investissement en dette, les règles prudentielles devraient se concentrer sur le risque de contrepartie plutôt que sur le risque de volatilité, peu pertinent compte tenu du fait que les entreprises d'assurance suivent généralement une stratégie de détention à terme (*buy-and-hold*) pour ce type d'actifs. A tout le moins, le profil de risque spécifique des projets d'infrastructure (notamment des pertes en cas de défaut faibles et des taux de recouvrement élevés) devrait être pris en compte et le risque de volatilité devrait être plafonné à partir d'une certaine durée pour ne pas pénaliser les projets d'investissement de long-terme. S'agissant de l'investissement en actions, appliquer le traitement prudentiel du régime des « investissements stratégiques » de Solvabilité II serait approprié dans la mesure où, à nouveau, tenir compte de la volatilité est peu pertinent. En complément de ces évolutions souhaitables du cadre prudentiel des assureurs, augmenter les flux d'investissement vers les projets d'infrastructure nécessite que soit envisagé un ajustement des exigences en capital pour les financements bancaires des infrastructures ;

- **les actions non cotées (PME, Start-up)** : sous certaines conditions, Solvabilité II permet aux assureurs d'appliquer le régime des "investissements stratégiques" aux actions qu'ils détiennent à long terme. Ce régime ouvre droit à des exigences en capital plus favorables reflétant l'horizon de long terme de ces placements (une forme d'exemption du risque lié à la marge – *spread risk*). Cependant, il est difficile en pratique de respecter les critères d'éligibilité à ce régime pour les actions non cotées, alors que cela serait économiquement justifié dans la mesure où ces placements ne sont pas exposés à un risque de volatilité. Une extension de la définition des « investissements stratégiques », fixée par le règlement délégué de la Commission n°(UE) 2015/35 pour mieux couvrir les actions non cotées serait une réelle amélioration ;
- **les placements privés** : le recours aux placements privés pour lever de la dette est devenu un moyen efficace et répandu de financement. La Commission européenne a fait du développement de ces marchés une priorité de court terme. Mais du point de vue de l'investisseur, les paramètres relatifs au risque lié à la marge (*spread risk*) demeurent applicables à la dette privée souscrite par les entreprises d'assurance, conformément au règlement délégué de la Commission n°(UE) 2015/35. Les ratios devraient par exemple mieux prendre en compte le meilleur taux de recouvrement de la dette privée dans le calcul du risque lié à la marge. Il devrait être également envisagé de fonder les exigences en capital sur le risque de contrepartie, ce qui serait justifié compte tenu du caractère illiquide de ces titres et de la stratégie de détention à terme (*buy-and-hold*) suivie par les assureurs ;
- **la titrisation** : par principe, la titrisation étant simplement un mécanisme de transfert de risque, les exigences en capital applicables à la détention de parts *senior* de

---

<sup>2</sup> AEAPP, Document de consultation sur les investissements en infrastructures par les assureurs, 27 mars 2015.

véhicules de titrisation ne devraient pas excéder les exigences en capital applicables à la détention directe des actifs sous-jacents. Les progrès récents en la matière doivent être salués mais des travaux complémentaires doivent être engagés afin de calibrer plus finement un traitement prudentiel adéquat pour les tranches mezzanine afin de débloquer l'investissement des assureurs dans les véhicules de titrisation.

Sans ces ajustements réglementaires, la volonté de promouvoir l'investissement de long terme demeurera vaine puisque les entreprises d'assurance seront détournées de l'investissement dans ces classes d'actifs. Ainsi, les Fonds européens d'investissement de long terme<sup>3</sup> (« ELTIF »), créés pour favoriser l'investissement de long terme (notamment dans les infrastructures et les entreprises de taille intermédiaire), resteront des coquilles vides tant que le traitement prudentiel des actifs détenus par ces fonds ne sera pas ajusté<sup>4</sup>.

*Recommandation N°1 : Aménager les exigences en capital de la directive Solvabilité II pour les entreprises d'assurance. En particulier, revoir le règlement délégué de la Commission n°(UE) 2015/35 afin de favoriser les investissements en infrastructures (y compris à travers les Fonds européens d'investissement de long-terme – ELTIF), les actions non cotées, les placements privés et la titrisation. Dans le même esprit, envisager de revoir les exigences de capital applicables aux financements d'infrastructures par les banques.*

## 2. Diversifier le choix des investisseurs individuels

L'UE ne souffre pas d'un manque d'épargne. Chaque année, les ménages européens épargnent en moyenne 20 % du PIB de l'Union<sup>5</sup>. Cependant, cette épargne est insuffisamment investie dans des instruments financiers de long terme ou plus risqués. Des incitations fiscales biaisées, une préférence pour les dépôts bancaires et, dans certains cas, une aversion culturelle au risque sont les principales raisons d'une préférence générale pour les investissements de court terme et peu risqués. Or, les choix des investisseurs individuels déterminent directement les politiques d'allocation d'actifs des investisseurs institutionnels, qui gèrent des fonds pour leur compte.

**Convergence des politiques fiscales.** Une convergence de la fiscalité de l'épargne en Europe est un objectif hors d'atteinte compte tenu de la très probable réticence des Etats membres à renoncer à leur souveraineté en matière fiscale. Cela étant, dans chaque Etat membre, des améliorations de l'environnement fiscal relatif à l'épargne peuvent être apportées. Par exemple, l'UE pourrait promouvoir une « clause de la fiscalité la plus avantageuse » pour les

<sup>3</sup> Le règlement européen relatif aux ELTIF a été adopté par le Conseil le 20 avril 2015.

<sup>4</sup> La Commission envisage de mettre en place un traitement prudentiel *ad hoc* des ELTIF, dans lequel l'investissement dans ces fonds ne serait pas traité par transparence (c'est-à-dire par référence aux actifs sous-jacents des ELTIF). Certains acteurs de marché doutent toutefois qu'une telle approche soit plus favorable que le traitement traditionnel par transparence.

<sup>5</sup> Cependant, il existe des différences significatives entre les Etats membres, voir en ce sens N. Vall et a., *Une approche globale des achats d'actifs de la BCE, le Plan d'Investissement et l'UMC*, CEPII, 2015

investissements des particuliers dans les ELTIF. Cela créerait une incitation pour les ménages à investir dans les ELTIF ; rendue nécessaire en raison des contraintes de liquidité et de risque attachées ces véhicules.

**Épargne salariale et actionnariat salarié : un fonds d'investissement alternatif (FIA) ouvert aux particuliers doté d'un passeport européen.** Le manque de culture financière explique souvent la réticence à l'orientation de l'épargne des ménages vers des placements plus risqués et de long terme. En France, cependant, l'épargne salariale et l'actionnariat salarié se sont avérés être des moyens efficaces de dépasser cette hésitation. Du point de vue de la conception du produit, en raison de la rigidité des règles de diversification et des contraintes de liquidité applicables aux OPCVM, les véhicules d'épargne salariale ou d'actionnariat salarié n'utilisent pas ce cadre<sup>6</sup> et ne bénéficient donc pas d'un passeport européen<sup>7</sup>. Pour les entreprises présentes dans plusieurs Etats membres, il est donc difficile de proposer des mécanismes d'épargne salariale ou d'actionnariat salarié standardisés à l'ensemble de leurs salariés. L'UE pourrait donc envisager la mise en place de fonds européens d'épargne salariale et d'actionnariat salarié sur-mesure, en s'inspirant du modèle des ELTIF (c'est-à-dire un des fonds d'investissement alternatifs ouverts aux particuliers et bénéficiant du passeport européen).

**Distribution des produits d'investissement.** Le développement des technologies numériques a permis l'émergence de nouveaux canaux de distribution de produits d'investissement aux investisseurs individuels par le biais de plateformes internet aisément accessibles et offrant un simple service d'exécution d'ordres, sans conseil (modèle dit « *execution only* »). Par ce biais, les particuliers bénéficient d'un accès à une large variété de produits d'investissement mais ils ne reçoivent en revanche aucun conseil d'investissement ni n'ont accès à un conseiller. Ces développements technologiques sont prometteurs car ils élargissent le choix des investisseurs particuliers. Cet accès direct à l'investissement ne doit cependant pas se faire au détriment des canaux de distribution reposant sur le conseil qui sont plus à même de trouver la bonne adéquation entre des opportunités d'investissement plus larges et des critères de risque propres à chaque investisseur individuel.

*Recommandation N°2 : Promouvoir les Fonds européens d'investissement de long terme (ELTIF) par le biais d'un régime fiscal favorable dans chaque Etat membre et son utilisation comme véhicule privilégié pour la mise en œuvre du Plan d'Investissement.*

*Recommandation N°3 : Envisager de créer, pour favoriser l'épargne salariale, de nouvelles formes de fonds d'investissement alternatifs (FIA) dotés d'un passeport européen et ouverts aux particuliers, sur le modèle des Fonds européens d'investissement de long terme (ELTIF).*

<sup>6</sup> En France, l'épargne salariale est investie via des fonds commun de placement d'entreprise (FCPE) qui appartiennent à la catégorie des FIA.

<sup>7</sup> Les OPCVM bénéficient d'un passeport européen et peuvent être offerts aux investisseurs individuels. Tel n'est pas le cas des FIA, à l'exception toutefois des ELTIF qui bénéficient d'un passeport européen et peuvent être offerts aux investisseurs individuels bien qu'ils appartiennent à la catégorie des FIA.



### 3. Supprimer les obstacles à l'investissement transfrontière au sein de l'Union européenne

Depuis plusieurs années, le droit de l'Union a eu pour objectif de faciliter les investissements transfrontières au sein du marché unique. Cependant, les investisseurs et les gestionnaires d'actifs continuent à se heurter à deux types d'obstacles.

Le premier type d'obstacle résulte des divergences d'interprétation et d'application du droit de l'Union par les Etats membres et leurs autorités de supervision ainsi qu'à l'existence de différentes règles de commercialisation des produits d'investissement.

Le second type d'obstacle provient du manque d'harmonisation des régimes juridiques européens (droit des sociétés, droit de la faillite, droit des titres). En théorie, l'harmonisation de ces régimes devrait significativement améliorer la capacité des investisseurs à prendre des décisions d'investissement économiquement rationnelles, indépendamment de la loi applicable. Cela contribuerait considérablement à une UMC véritablement intégrée.

L'Union a commencé à travailler dans ces trois domaines mais les progrès sont lents. Une harmonisation constitue un objectif de long terme dans la mesure où les bénéfices qui en découleraient ne sont pas immédiatement perceptibles par les acteurs de marché (en particulier par les PME et les ETI pour lesquelles basculer vers un régime juridique harmonisé représente un coût supérieur aux bénéfices attendus).

Cependant, des progrès peuvent être réalisés s'agissant des procédures de liquidation applicables aux établissements de crédit dans les Etats membres participants à l'Union bancaire et contribuant au Mécanisme de résolution unique (MRU). En effet, conformément au principe du « *No creditor worse off* », la résolution d'un établissement doit respecter l'ordre des créanciers qui serait applicable en cas de liquidation de l'établissement. Une harmonisation adéquate des procédures de liquidation applicables aux établissements de crédit, en particulier s'agissant de l'ordre des créanciers, est donc indispensable à la mise en œuvre harmonisée du cadre de résolution créé par la directive BRRD<sup>8</sup> et assurer ainsi un degré de prévisibilité suffisant aux investisseurs au sein de l'Union<sup>9</sup>.

*Recommandation n°4 : Engager un travail d'harmonisation des règles relatives aux procédures de liquidation applicables aux établissements de crédit pour les Etats membres participant à l'Union bancaire et contribuant au Mécanisme de résolution unique (MRU).*

<sup>8</sup> Directive 2014/59/UE

<sup>9</sup> La nécessité d'une telle harmonisation a été mise en lumière par une récente proposition allemande (*SRM-Anpassungsgesetz*, publiée le 10 mars 2015 par le gouvernement allemand) selon laquelle les titres de dette *senior* émis par un établissement de crédit seraient subordonnés aux autres dettes *senior* (dépôts des entreprises, etc.) de l'établissement en cas de faillite.

#### 4. Attirer les investisseurs internationaux

L'Union européenne a su créer avec succès des véhicules d'investissement collectif d'envergure internationale. Grâce à leurs caractéristiques reconnues, les OPCVM, créés en 1985<sup>10</sup>, ont attiré l'intérêt des investisseurs internationaux (en particulier asiatiques). Bien sûr, pour attirer plus encore une clientèle internationale, il est indispensable que l'industrie européenne de la gestion d'actifs puisse accéder, dans des conditions équitables, aux marchés de pays tiers. Dans un contexte de concurrence mondiale accrue sur les marchés financiers, l'ouverture du marché unique aux acteurs financiers de pays tiers stimule la performance et l'innovation dans l'UE à condition qu'elle soit basée sur une réciprocité des accès. Cette dernière doit être défendue car elle est un véritable préalable à la diversification et à l'allocation efficiente des actifs financiers.

**Accéder aux investisseurs de pays tiers.** Malheureusement, l'accès à certains marchés financiers stratégiques (notamment les Etats-Unis) est encore difficile en pratique pour les gestionnaires d'actifs européens. Dans les négociations commerciales bilatérales, l'UE devrait insister plus fermement sur le respect du principe de réciprocité des accès et permettre ainsi aux gestionnaires d'actifs européens – dont la qualité est reconnue – d'attirer l'épargne à l'échelle mondiale.

**Accès des acteurs financiers de pays tiers au marché unique.** Permettre aux acteurs financiers de pays tiers d'accéder à l'UE sans être soumis à des règles équivalentes à leurs concurrents européens crée des risques pour les investisseurs de l'UE et une rupture des conditions équitables de concurrence qui doivent prévaloir au sein du marché unique. En conséquence, dans les négociations bilatérales et internationales, l'UE devrait promouvoir le principe de réciprocité des accès (cf. ci-dessus) et d'équivalence des règles. Cela est en particulier vrai pour :

- les accords commerciaux bilatéraux (en particulier le partenariat transatlantique de commerce et d'investissement - TTIP) ;
- les négociations actuelles et futures prévues par les différentes réglementations européennes (passeport pays-tiers de la directive sur les gestionnaires de fonds alternatifs, décisions d'équivalence pour les chambres de compensation, etc.) ;
- l'évaluation des régimes pays-tiers prévus par les règlements et directives européennes, lorsque ces textes seront revus.

*Recommandation N°5 : Exiger l'inclusion, fondée sur le principe de reconnaissance mutuelle, des services financiers dans le partenariat transatlantique de commerce et d'investissement (TTIP), et demander la réciprocité des accès dans toutes les négociations bilatérales.*

*Recommandation N°6 : Lorsque l'accès des acteurs financiers de pays tiers à l'UE est envisagé, appliquer des tests d'équivalences des règles afin de préserver une concurrence équitable au sein du marché unique.*

---

<sup>10</sup> Directive 85/611/CEE

*Recommandation N°7 : Promouvoir mondialement les organismes de placement collectif en valeurs mobilières européens (« OPCVM UE ») comme les véhicules d'investissement les plus efficaces et plus sûrs.*

**b) Renforcer la transparence des marchés de capitaux et améliorer la confiance des investisseurs transfrontières**

**5. Fournir aux investisseurs des informations plus pertinentes**

L'accès à l'information est un préalable à toute prise de décision d'investissement et à une allocation optimale du capital. L'UE a déjà largement amélioré et harmonisé l'information publiée par les sociétés cotées ou rendue disponible aux investisseurs<sup>11</sup>. Le cadre législatif européen ainsi constitué s'applique aux offres publiques ou aux émetteurs dont les instruments financiers sont admis à la négociation sur un marché réglementé.

Si l'information sur les grandes entreprises cotées (« *Blue chips* ») est abondante et de qualité au sein du marché unique, tel n'est pas le cas pour les autres entreprises. Pour élargir l'accès aux financements par les marchés à un plus grand nombre d'entreprises, l'UE devrait envisager plusieurs axes d'amélioration. Il conviendrait en particulier de :

- **Favoriser la publication volontaire d'informations financières brutes standardisées (états financiers périodiques audités, etc...) par les Start-up, les PME et ETI non cotées.** En règle générale, les obligations de publication applicables à ces entreprises diffèrent d'un Etat membre à l'autre. L'information est publiée en application des règles comptables locales et est parfois collectée et centralisée par des plateformes numériques. En France, par exemple, l'information comptable brute peut être trouvée sur un seul et même site internet<sup>12</sup>. Un moyen de faciliter ce type d'information consiste à développer des bases de données standardisées centralisant l'information financière transmise sur une base volontaire par les entreprises envisageant de lever des fonds sur les marchés de capitaux (financement participatif, placement privé, etc.). Cela faciliterait l'accès à l'information financière pour les investisseurs potentiels et les intermédiaires financiers ;
- **Encourager les outils de cotation de crédit des PME et des ETI.** En général, une notation émise par une agence de notation représente un coût dissuasif pour les PME ou les ETI. Dans certains Etats membres, par exemple en France, les banques centrales ont développé de larges bases de données de cotation de crédit (FIBEN gérée par la Banque de France), essentiellement à des fins de politique monétaire. Les utilisateurs de FIBEN qui ont accès aux cotations de crédit de la Banque de

<sup>11</sup> En particulier à travers les directives Prospectus et Transparence (Directives 2003/71/CE et 2004/109/CE relatives aux exigences en matière d'information applicables aux sociétés cotées), ou la Directive MiFID II (Directive 2014/65/UE traitant de l'analyse financière et à l'information relative aux services d'investissement).

<sup>12</sup> [www.infogreffe.fr](http://www.infogreffe.fr)

France, réduisent les coûts de *due diligence* et bénéficient d'analyse de risque comparables. Cependant, ce type de base de données publique n'existe pas dans tous les Etats membres. Il convient également de noter que les plateformes de financement participatif ont développé des procédures numériques produisant des cotations de crédit à partir de la collecte automatisée d'informations comptables ou fiscales mises en ligne par les entreprises elles-mêmes. A ce stade, il ne semble pas y avoir de solution européenne évidente qui se dégage pour la cotation de crédit des PME et des ETI. Laisser se développer des initiatives émanant du secteur privé ou développées par des banques centrales, sur une base volontaire, semblent constituer la meilleure approche ;

- **Revoir la Directive Prospectus.** Le lancement par la Commission européenne des travaux de révision de la Directive Prospectus doit être salué. Pour faciliter l'accès au financement par les marchés, plusieurs améliorations semblent devoir être privilégiées (voir la recommandation n°16), en particulier : (i) les prospectus, tout comme leur résumé, ont beaucoup cru en taille et en complexité, ce qui rend l'accès des investisseurs à une information vraiment pertinente de plus en plus difficile et coûteux. Une manière de contrer cette tendance consisterait à imposer une taille limite pour le résumé, à l'instar des Etats-Unis (5 ou 10 pages), et de le centrer sur les informations quantitatives clef; (ii) le prospectus adapté aux entreprises de faible capitalisation a été construit, à tort, en repartant du régime de droit commun et en faisant un simple tri dans les exigences de ce dernier (en pratique, cela a réduit le niveau d'information utile sans vraiment diminuer le fardeau administratif des émetteurs) – une manière de définir un prospectus vraiment adapté est décrite dans la section 7 ; (iii) un régime véritablement simplifié pourrait aussi être mis en place pour les émissions secondaires, à l'image de la procédure dont bénéficient les « émetteurs réguliers » aux Etats-Unis ;
- **Préserver l'analyse financière sur les PME et ETI cotées.** Les grandes entreprises sont souvent suivies par plusieurs analystes financiers publiant périodiquement leurs analyses. Pour des raisons évidentes de coût, cette situation est très différente pour les PME et les ETI cotées. Le document de travail de la Commission accompagnant le livre vert souligne justement que « [...] *le manque de recherche en investissement et d'analyse sur les PME explique en partie l'intérêt limité des investisseurs. Il est dispendieux de fournir une recherche indépendante de qualité, laquelle vise nécessairement à apporter de la valeur ajoutée aux prévisions des données brutes* ». Il est dès lors très difficile de comprendre pourquoi la Commission souhaite adopter des mesures d'application de MiFID II en matière de rétrocessions qui met en danger l'analyse financière sur les PME et ETI et donc à l'investissement dans ces entreprises. Ces mesures<sup>13</sup> devraient être revues le plus rapidement possible et, au minimum, des règles adaptées aux entreprises d'investissement, aux gestionnaires et aux analystes financiers spécialisées dans les PME et les ETI devraient être introduites. Ces règles pourraient prendre la forme d'une exemption de l'analyse financière portant sur les titres émis par les PME et les ETI, ou d'un seuil quantitatif annuel en-deçà duquel l'analyse financière ne serait pas considérée comme étant une rétrocession.

---

<sup>13</sup> La Commission prépare actuellement un acte délégué à ce sujet, basé sur l'avis technique de l'EMSA à la Commission dans le cadre de MiFID II et MiFIR n°2014/1569.

*Recommandation N°8 : Favoriser les initiatives de marché visant à créer ou à développer au sein du marché unique, un accès centralisé à l'information financière brute et un système de cotation de crédit des PME et des ETI.*

*Recommandation N°9 : Réviser dès que possible les projets de mesures d'application de la directive MiFID II de manière à préserver l'existence de l'analyse financière sur les PME et les entreprises de taille intermédiaires cotées.*

## **6. Protéger les investisseurs à l'échelle européenne**

Avec l'adoption, au cours des cinq dernières années, d'un corpus important de règles harmonisées, l'Union européenne a bâti un *Single Rulebook* permettant la création d'un marché unique intégré pour les services financiers.

Ce *Single Rulebook* a restauré la confiance sur les marchés après la crise financière, et constitue désormais le fondement d'une concurrence équitable au sein du marché unique. Mais pour cette concurrence soit réellement équitable, il est nécessaire que les règles soient appliquées et mises en œuvre de manière uniforme par les superviseurs des Etats membres. Il s'agit d'un préalable pour permettre aux investisseurs de réaliser des investissements sur une base réellement transfrontière.

La perception générale est que le *Single Rulebook* n'est pas appliqué avec la même intensité par les superviseurs nationaux, qui jouent sur les pratiques de supervision pour protéger les intérêts de leurs places financières respectives, ou pour rendre celles-ci plus attractives. En d'autres termes, les divergences d'application et de mise en œuvre du cadre législatif harmonisé réduisent, voire effacent, les bénéfices du cadre réglementaire unifié du marché unique. Cette concurrence par la supervision (*supervisory arbitrage*) nuit également à l'attractivité internationale de l'UMC.

Les superviseurs nationaux et l'Autorité Européenne des Marchés Financiers (AEMF) doivent donc travailler plus étroitement ensemble sur un plan opérationnel et institutionnel afin de mieux protéger les investisseurs et de garantir les conditions d'une concurrence équitable au sein du marché unique.

**Point d'entrée unique de déclaration des transactions.** L'un des outils développés par l'UE pour une meilleure surveillance des marchés a été l'extension de l'obligation de déclaration des transactions à des segments de marché qui étaient jusque-là peu surveillés par les superviseurs<sup>14</sup>. Ceci s'est traduit par un accroissement massif de la production de déclaration de transactions. L'UE a confié la collecte de toutes ces informations aux superviseurs nationaux ou à des bases de données gérées par des opérateurs privés, en

---

<sup>14</sup> Par exemple, sous EMIR (Règlement (EU) n°648/2012), toutes les transactions sur produits dérivés doivent être déclarées à des bases de données appelées « référentiels centraux », auxquelles les superviseurs ont accès.

concurrence les unes avec les autres<sup>15</sup>. Un premier bilan de ce dispositif montre que les superviseurs nationaux ne reçoivent que très partiellement l'information dont ils ont besoin pour assurer efficacement leurs missions de surveillance des marchés. L'accroissement de la concurrence entre les plateformes de négociation au sein du marché unique a conduit à une multiplication des transactions et à leur compensation transfrontières sans être complété par un système de déclaration des transactions agrégé à l'échelle de l'UE fournissant aux superviseurs nationaux un accès à l'ensemble des informations pertinentes pour superviser adéquatement les entités dont ils ont la charge ou appliquer le droit de l'Union. De surcroît, la responsabilité et le coût des systèmes d'information nécessaires au traitement de ces informations reposent sur chacun des superviseurs nationaux (si bien que dans la plupart des cas, le même système est répliqué par chaque superviseur). Un moyen d'amélioration et de rationalisation consisterait à faire de l'AEMF l'unique point d'entrée des déclarations de transactions. L'autorité européenne traiterait ensuite ces données et les mettrait à la disposition des superviseurs nationaux sous un format permettant à ceux-ci d'obtenir les informations utiles pour l'exercice de leurs missions. Ce rôle opérationnel donné à l'AEMF peut s'effectuer à cadre juridique constant et sans transfert formel de pouvoirs à l'autorité. Une telle évolution présenterait le mérite de mutualiser les coûts informatiques des superviseurs, d'assurer une surveillance des marchés plus efficace grâce à un meilleur traitement de l'information et favoriserait la convergence de la supervision au sein de l'UE.

**L'harmonisation de la supervision.** Une des missions clefs de l'AEMF est d'assurer la cohérence de la supervision au sein de l'UE. Pour mener à bien cette mission, l'AEMF s'est vue confier un certain nombre de pouvoirs<sup>16</sup> (collège de superviseurs, culture commune de la supervision, revue par les pairs, médiation, opinions et recommandations aux autorités nationales, intervention en cas de non-respect du droit de l'Union, action en cas de situations de crise, etc...). Elle n'a cependant fait qu'un usage très limité de cette capacité à assurer une l'application cohérente du *Single Rulebook* par les superviseurs nationaux. Une myriade d'obstacles juridiques mineurs et une structure de gouvernance dans laquelle aucune voix ne représente l'intérêt général européen sont les deux principaux facteurs expliquant la timidité de l'AEMF.

La démarche suivie dans le cadre de l'Union bancaire, avec en particulier un transfert de la supervision prudentielle des principaux établissements de crédit à la BCE, ne peut être répliquée pour les marchés financiers. En effet, la grande diversité des tâches qui incombent aux superviseurs de marché implique d'effectuer de nombreux « tests de subsidiarité » avant qu'une décision de transfert de compétences vers un superviseur supranational ne soit prise. Un tel travail ne peut qu'être entrepris progressivement, à chaque fois qu'une directive ou un règlement est évalué ou revu par l'UE. Cela étant, sans avoir à transférer de nouveaux pouvoirs à l'AEMF, le rôle de cette dernière en matière de cohérence de la supervision peut être rendu plus efficace en réduisant les nombreux obstacles juridiques empêchant la mobilisation des outils dont elle dispose déjà (cf. ci-dessus) et en adaptant la gouvernance de son conseil de surveillance. En particulier, l'AEMF pourrait avoir une structure de gouvernance incluant un directoire composé du Président de l'autorité et de quelques membres siégeant à temps plein au Conseil des superviseurs. Ces derniers voteraient sur les sujets relatifs à la cohérence de la supervision mais pas sur les questions

---

<sup>15</sup> Pour EMIR, 6 référentiels centraux ont été autorisés par l'AEMF.

<sup>16</sup> Ces pouvoirs sont définis dans le règlement (UE) n°1095/2010.

de réglementation qui requièrent un vote à la majorité qualifiée. Les membres du directoire devraient être sélectionnés en fonction de leur expérience en matière de marchés financiers, sans avoir nécessairement à faire preuve d'une expérience active dans la réglementation ou la supervision des marchés. Ils renforceraient la capacité du Président de l'autorité à traiter les questions de cohérence de la supervision et exprimeraient l'intérêt de l'UE et de l'UMC dans son ensemble.

*Recommandation N°10 : Déléguer à l'AEMF la gestion opérationnelle d'un point d'entrée unique des déclarations de transaction, à partir duquel les superviseurs nationaux accéderaient à toutes les informations utiles pour l'exercice de leurs missions.*

*Recommandation N°11 : Supprimer les obstacles juridiques à l'utilisation efficaces des pouvoirs de l'AEMF en matière de cohérence de la supervision au sein de l'UE.*

*Recommandation N°12 : Adapter la structure de gouvernance de l'AEMF afin de renforcer sa capacité à traiter les questions liées à la cohérence de la supervision au sein de l'UE.*

## **II – Une Union pour le financement**

Le 9 mars 2015, la Banque Centrale Européenne (BCE) a lancé un programme massif de rachat d'actifs visant à renforcer la liquidité des marchés financiers et à réduire la contrainte pesant sur la production de crédit. Les marchés européens ne devraient donc pas souffrir d'un manque de liquidité dans un avenir proche. Mais cette situation n'est pas structurelle et prendra nécessairement fin dans quelques années. Afin de s'y préparer, les objectifs clefs du deuxième pilier de l'UMC - l'Union pour le financement - devraient être d'élargir l'accès au financement par le marché, de créer des conditions favorisant une liquidité structurelle des marchés et de mettre en place un système de financement et de refinancement efficace fluide s'appuyant sur une industrie financière solide ayant atteint une taille critique suffisante.

### **a) Elargir l'accès aux financements par les marchés**

#### **7. Ouvrir l'accès aux financements par les marchés aux Start-up, aux PME et aux ETI.**

Les grands émetteurs bénéficient d'un accès direct aux marchés de capitaux grâce à un cadre juridique européen harmonisé qui couvre les différents segments de marché (actions, obligations et autres instruments financiers).

Comme le souligne très justement le livre vert de la Commission européenne, pour un certain nombre de raisons, un tel accès aux financements de marché est beaucoup moins aisé pour les PME et les ETI, qui se financent largement auprès des établissements bancaires<sup>17</sup>. Cependant, dans la mesure où ces entreprises ont le plus important potentiel de croissance, l'UE devrait apporter une réponse ambitieuse à leur accès trop limité aux financements par les marchés et en particulier au marché d'actions. Cette ambition devrait être au cœur d'une l'Union pour le financement.

Dans ce but, la Commission européenne pourrait proposer un *Finance Access Regulation* (FAR) prenant la forme d'un texte européen propre qui, une fois combiné avec la directive Prospectus, offrirait un *continuum* de financement par les marchés aux entreprises de toute taille. Le FAR pourrait inclure, au minimum, un passeport européen pour les plateformes de financement participatif (cf. ci-dessous) ainsi qu'une définition commune des entreprises de taille intermédiaire destinée à être utilisée dans l'ensemble des réglementations financières.

**Financement participatif (Crowdfunding).** Il est clair que le système bancaire restera la principale source de financement des petites entreprises. En parallèle, dans certains Etats membres, le financement participatif est apparu comme une source alternative de financement. Ces plateformes de financement participatif jouent un rôle croissant pour le financement en actions et en dette des petites entreprises (en particulier, pour le

---

<sup>17</sup> En moyenne, les banques fournissent environ 80% du financement de la dette des sociétés de l'UE (cf. W. Wright (2014), « Orienter la croissance : rendre possible de plus gros et de meilleurs marchés de capitaux en Europe »). Ce pourcentage est encore plus élevé pour les petites et moyennes entreprises.



financement en actions des start-ups). Ces nouveaux acteurs collectent l'épargne de la « foule » (*Crowdfunding* – il s'agit d'investisseurs individuels investissant de faibles montants unitaires) et attirant même aujourd'hui des investisseurs institutionnels et des fonds d'investissement souhaitant diversifier leurs portefeuilles. A ce stade, les plateformes d'investissement participatif ne sont actives que sur leur marché national. Elles pourraient cependant aisément offrir des opportunités d'investissements et de financement à l'échelle européenne grâce à leurs plateformes numériques dont la conception s'inspire du mode de fonctionnement des réseaux sociaux. Ces plateformes souhaitent dès à présent disposer d'un accès simplifié au marché unique leur permettant de surmonter les législations nationales complexes et multiples et pouvoir lever des fonds et investir dans toute l'UE. Un statut harmonisé des plateformes de financement participatif, leur donnant droit à un passeport européen, aurait ainsi un véritable impact économique. Le FAR, ouvrant le marché unique aux plateformes de financement participatif et élargissant l'accès à la finance de marché aux petites entreprises et start-ups, devra poser les conditions minimales d'obtention d'un passeport européen. Dans ce cas, il faudra veiller à légiférer avec précaution afin de ne pas porter atteinte à la flexibilité qui est le signe distinctif de cette nouvelle forme de finance. En clair, le régime applicable aux plateformes de financement participatif devrait être un texte autonome et réalisé sur-mesure (et non conçu comme une exemption à MiFID II ou comme une version simplifiée de la directive Prospectus).

**Définition commune des ETI et des valeurs moyennes.** La définition juridique des PME est utilisée dans de nombreuses réglementations de l'UE et cela ne doit pas changer. Cependant, depuis 2011, les co-législateurs ont introduit de nouvelles définitions des ETI et des valeurs moyennes dans la directive Prospectus (les PME et les entreprises ayant une capitalisation réduite), la directive MiFID II (les marchés de croissance PME) et le règlement ELTIF (critère d'éligibilité aux fonds ELTIF) avec l'idée de soumettre ces entreprises à un régime juridique sur mesure. Reconnaître dans le droit de l'Union la nécessité d'adapter les règles juridiques pour les entreprises jeunes, moins complexes ou de taille intermédiaire est une avancée réelle. Malheureusement, des définitions différentes ont été retenues dans chaque réglementation<sup>18</sup>. Au total, il manque à l'UE une définition commune des ETI et des valeurs moyennes, ce qui est un facteur de complexité superflu pour les acteurs de marché (et notamment pour les activités de banque commerciale pour qui ces seuils sont des éléments de paramétrage de leur offre). Une définition européenne unique des ETI et des valeurs moyennes relative à l'accès au financement par les marchés apparaît donc nécessaire. La pertinence de la définition française des ETI peut être soulignée. S'agissant des valeurs moyennes, il conviendrait au minimum d'aligner la définition sur le seuil figurant dans le règlement ELTIF (capitalisation boursière de 500 millions d'euros).

**Placement privé.** S'agissant du financement par la dette, l'UE pourrait également promouvoir le marché du placement privé qui s'est développé avec succès auprès des ETI dans plusieurs Etats membres. Dans ces Etats, les émetteurs, les investisseurs et les intermédiaires financiers se sont accordés sur des standards communs et une documentation facilitant les *due diligences* des investisseurs et réduisant les coûts d'émission. Sur la base de l'expérience de l'Euro-PP français, le Comité du placement privé paneuropéen a publié, le 11 février 2015, un guide pratique pour les marchés de placement

---

<sup>18</sup> La directive Prospectus se réfère à un seuil de 100 millions d'euros s'agissant de la capitalisation, la directive MIF II à un seuil de 200 millions d'euros et le règlement ELTIF à un seuil de 500 millions d'euros.

privé<sup>19</sup>. Eu égard à la grande flexibilité de fonctionnement des placements privés et de l'existence de standards consensuels acceptés par les investisseurs et les émetteurs, encadrer les placements privés par une réglementation européenne serait très probablement contreproductif. Il est nettement préférable de conserver la flexibilité actuelle et de laisser aux acteurs de marché le soin de développer le marché des placements privés au sein du marché unique.

**Capital-investissement et capital-risque.** Dans la mesure où les start-ups, les PME et les ETI en phase de forte croissance ne génèrent pas de capacité de financement stable et ne sont pas capables d'autofinancer leurs investissements, le financement en fonds propres est l'élément crucial de leur développement.

Approfondir le marché européen du capital-investissement, largement sous-développé par rapport au marché américain<sup>20</sup>, permettrait de diversifier les sources de financement en fonds propres pour les entreprises en croissance. Au préalable, il convient de supprimer les incitations négatives détournant les investisseurs institutionnels de l'investissement en parts de fonds de capital-investissement, en tenant mieux compte de la faible volatilité de tels investissements<sup>21</sup>. De plus, l'application de la directive AIFM<sup>22</sup> aux fonds de capital-investissement crée des obstacles au développement d'un marché paneuropéen. En particulier, les sociétés de gestion européennes dont les actifs sous gestion sont en-dessous du seuil fixé par la directive ne peuvent commercialiser leurs fonds en-dehors de leur Etat membre d'origine. Pour cette raison, les régimes nationaux de placement privé revêtent une importance particulière pour les petits gestionnaires d'actifs. Sans qu'il soit nécessaire de proposer des modifications de la réglementation européenne, les superviseurs nationaux pourraient développer des approches concrètes sur les deux points suivants :

- faire converger les régimes nationaux de placement privé pour les fonds d'investissement fermés (dont les fonds de capital-investissement) afin de simplifier aux gestionnaires de fonds les leviers des fonds et d'attirer plus facilement les investisseurs des pays tiers ;
- aboutir à une vision commune des règles encadrant le *pre-marketing*, phase au cours de laquelle les sociétés de gestion, en relation étroite avec les investisseurs potentiels (qui investiront pour plusieurs années), définissent les caractéristiques du fonds et en établissent la documentation juridique. Les Etats membres encadrent de manière différente cette phase de *pre-marketing*, ce qui constitue une entrave au développement des fonds paneuropéens.

**Révision de la directive Prospectus.** Le projet de révision de la directive Prospectus initié par la Commission est souhaitable pour élargir l'accès au financement par les marchés. D'une part, l'idée d'ajouter des exemptions supplémentaires à l'obligation d'établir un prospectus,

---

<sup>19</sup> ICMA, *Pan-European Corporate Private Placement Market Guide*, 2015

<sup>20</sup> Aux Etats-Unis, les marchés de la dette sont deux fois plus gros, cf. W. Wright (2014).

<sup>21</sup> Le règlement délégué de la Commission n°2015/35 complétant la directive Solvabilité II a réduit les exigences en capital des entreprises d'assurance pour les actions de type 1 (incluant les FIA à capital fixe sans effet de levier, parmi lesquels les fonds de capital investissement). Toutefois, les acteurs de marché considèrent qu'en prenant en compte la faible volatilité du capital investissement, une réduction supplémentaire à environ 25% serait plus appropriée.

<sup>22</sup> Directive 2011/61/UE.

applicable à tout type d'entreprise, sans diminuer l'information et la protection des investisseurs, devrait être sérieusement examinée. D'autre part, la directive Prospectus devrait être modifiée afin de faciliter l'accès des valeurs moyennes aux marchés de capitaux en réduisant la contrainte administrative pesant sur les émetteurs et en fournissant aux investisseurs une information plus pertinente. La directive Prospectus pourrait tout d'abord se référer à une définition européenne commune et unique des ETI et des valeurs moyennes (cf. ci-dessus). Pour ces entreprises, les exigences d'information devraient être adaptées. Il ne s'agit pas d'exempter ces entreprises de certaines exigences mineurs qui relèvent du droit commun, mais plutôt de déterminer quel type d'information est vraiment utile aux investisseurs compte tenu de l'âge, de la taille, de la complexité et de la structure de l'actionariat de ces entreprises. Un certain nombre d'exigences de droit commun devraient donc faire l'objet d'un test (ou de seuils) permettant de faire le tri entre celles qui sont pertinentes et celles qui ne le sont pas (et qui ne seraient pas demandées à ces entreprises)<sup>23</sup>. La même approche pourrait être retenue pour les normes comptables. Enfin, l'UE devrait également se demander si le seuil déclenchant l'obligation d'établir un prospectus (5 millions d'euros) n'est pas trop bas. L'ensemble de ces évolutions permettrait de renforcer la capacité des petites entreprises à lever des fonds et serait donc bénéfique à l'UMC.

*Recommandation N°13 : Proposer un Finance Access Regulation (FAR) permettant aux start-ups, aux PME et aux ETI de bénéficier d'un accès européen adapté aux financements par les marchés. Le FAR devrait à tout le moins inclure la création d'un passeport européen pour les plateformes de financement participatif (Crowdfunding) et une définition unique des ETI et des valeurs moyennes applicable à la réglementation relative au financement par les marchés.*

*Recommandation N°14 : Promouvoir à l'échelle de l'UE le recours aux placements privés.*

*Recommandation N°15 : Supprimer les obstacles au développement de fonds de capital-investissement paneuropéens ; en particulier, adapter les exigences en capital applicables aux investissements des assureurs dans les actions de type 1, et promouvoir une convergence des pratiques nationales en matière de règles de pre-marketing et de placement privé pour les fonds fermés.*

*Recommandation N°16 : Proposer une révision de la directive Prospectus pour : (i) sans réduire l'information des investisseurs, insérer des exemptions supplémentaires à l'obligation d'établir un prospectus ; (ii) faire référence à une définition commune et unique des ETI et des valeurs moyennes ; (iii) adapter les exigences d'information pour les ETI et des valeurs moyennes eu égard à leur âge, leur taille, leur complexité et la structure de leur actionariat ; (iv) établir un seuil plus élevé de déclenchement de l'obligation d'établir un prospectus.*

---

<sup>23</sup> Sans exclure que pour certaines exigences, les spécificités des entreprises de taille moyenne conduisent à une plus grande demande d'information.

## 8. Accroître la liquidité des marchés

Dans le prolongement de la crise et à des fins de stabilité financière, l'UE a augmenté les exigences en capital applicables aux établissements bancaires afin de les contraindre à mieux gérer encore leurs risques. Ceci a été unanimement compris et accepté. Mais l'ensemble des acteurs de marché partage le constat selon lequel le cumul de ces exigences renforcées a créé une pression trop forte sur les bilans bancaires, et freine la capacité des banques à jouer pleinement leur rôle de financement de l'économie (que ce soit sous forme de crédits ou en tant qu'intermédiaire sur les marchés). Ces contraintes ont un effet direct sur la liquidité des marchés de capitaux puisqu'elles incitent les banques à se retirer de ces activités. Or, pour assurer une allocation efficiente du capital et une bonne formation des prix, il est nécessaire d'avoir des marchés de capitaux liquides, ce qui suppose d'avoir des institutions capables d'apporter cette liquidité. A défaut, la chaîne reliant l'épargne à l'investissement productif est remise en cause et le système financier est en risque. Des marchés illiquides augmentent la volatilité et réduisent la capacité d'absorption des chocs par le système financier<sup>24</sup>. L'inefficacité de la formation des prix pèse notamment sur les investisseurs institutionnels évaluant leurs portefeuilles à la valeur de marché et qui sont, par conséquent, directement exposés à une volatilité excessive des prix.

Au vrai, des marchés profonds et liquides sont nécessaires pour assurer le bon fonctionnement de l'UMC mais également la stabilité financière. L'UE doit trouver le bon équilibre entre les exigences prudentielles et la liquidité et la stabilité des marchés de capitaux. La situation actuelle appelle à un rééquilibrage, car elle pourrait empêcher le bon fonctionnement de l'UMC et être source d'instabilité financière. Ainsi, la liquidité structurelle des marchés de capitaux devrait être un objectif central de l'UMC et de son second pilier – l'Union pour le financement.

**Tenue de marché.** Du point de vue de la liquidité des marchés, la principale priorité est clairement de conserver en Europe une tenue de marché active. Or, l'agenda actuel des législateurs européens menace la capacité des banques à exercer l'activité de tenue de marché. Si elles sont transposées sans discernement au sein de l'UE, certaines règles prudentielles élaborées au niveau international par le Comité de Bâle pourraient sérieusement nuire à la tenue de marché au sein du marché unique. Ce risque a été identifié par la Commission européenne, ce dont témoigne la déclaration de Lord Hill<sup>25</sup> selon laquelle : « [...] au regard des règles en matière de capital et de liquidité, l'UE ne devrait pas avoir peur de mettre en œuvre les standards internationaux d'une manière adaptée à l'Europe et à la spécificité de l'écosystème financier européen ». Au-delà de la réforme de structure bancaire, (voir section 11), les deux exigences réglementaires en matière de capital et de financement qui menacent les activités européennes de tenue de marché sont les suivantes :

---

<sup>24</sup> Voir par exemple Fond Monétaire International, *Rapport sur la stabilité financière mondiale*, 2015

<sup>25</sup> Lord Hill, *Un système bancaire fort et stable au cœur d'une reprise européenne*, discours prononcé lors de la 6<sup>ème</sup> convention des banques coopératives en Europe, 2015

- le **ratio de levier** qui crée une pression négative sur les stocks de valeurs mobilières détenues par les teneurs de marché<sup>26</sup> mais aussi sur le marché de la pension livrée (*repo*). L'impact sur ce dernier est particulièrement sensible dans la mesure où les teneurs de marchés ont massivement recours au marché du *repo* pour emprunter et prêter les titres financiers dont ils ont besoin. La révision en 2016<sup>27</sup> de l'acte délégué du paquet CRD IV relatif au ratio de levier, constitue l'opportunité idéale pour mieux tenir compte des activités de tenues de marché dans le calcul du ratio, notamment en permettant une meilleure compensation (*netting*) des transactions sur le marché du *repo* ;
- le futur **ratio de financement stable** (*Net Stable Funding Ratio*) pourrait également affecter les activités de tenue de marché<sup>28</sup> si la proposition du Comité de Bâle était adoptée par l'UE sans adaptation significative. Lors de l'élaboration de sa propre proposition en 2016, l'UE devrait analyser attentivement les effets potentiels de ce ratio sur les activités de tenue de marché, et reconnaître l'utilité de ces dernières pour le bon fonctionnement des marchés en introduisant les allègements appropriés ;

**Liquidité du marché obligataire.** Les grands émetteurs ont un accès aisé aux marchés primaires pour réaliser leurs émissions obligataires, mais pâtissent des inefficacités du marché secondaire et notamment d'un manque de transparence et de liquidité. Des améliorations peuvent être effectuées de part et d'autre du marché. D'une part, une transparence post-négociation exhaustive et réconciliée permettrait aux émetteurs d'avoir une meilleure connaissance du marché et donc de réaliser leurs nouvelles émissions à des taux plus proches de la réalité du marché. Cependant, cette transparence devra être calibrée pour tenir compte des spécificités du marché obligataire secondaire et à éviter des effets indésirables sur la liquidité. D'autre part, une plus grande harmonisation des émissions obligataires permettrait d'améliorer la liquidité ainsi que le mécanisme de formation des prix. En contrepartie d'une liquidité accrue sur leurs titres, les émetteurs auraient moins de flexibilité pour profiter des fenêtres d'opportunité sur le marché et seraient progressivement conduits à adopter un calendrier d'émission standard et prédéfini. Une étude d'impact détaillée permettrait de déterminer si les bénéfices résultant d'une liquidité accrue sont supérieurs aux inconvénients d'une flexibilité d'émission réduite.

Ainsi plusieurs initiatives contribuant à une amélioration de la liquidité structurelle sur les marchés obligataires devraient être promues :

- l'harmonisation des caractéristiques des émissions obligataires (maturité, date de coupon ou encore utilisation d'obligations assimilables) qui pourrait concentrer les volumes de transactions sur quelques souches plus standardisées et ainsi améliorer la liquidité ;

---

<sup>26</sup> Ces stocks, appelés « inventaires », permettent aux teneurs de marché de vendre les titres financiers sur les marchés lorsque cela est nécessaire. En l'absence d'inventaires, les teneurs de marché doivent emprunter les valeurs mobilières au marché (via le marché des pensions livrées) avant de les vendre.

<sup>27</sup> Règlement délégué de la Commission du 10 octobre 2014 modifiant le règlement (UE) n°575/2013 s'agissant du ratio de levier.

<sup>28</sup> Olivier Wyman, *Impact of NFSR on capital markets; considerations for implementation*, 2015

- les plateformes électroniques de négociation des émissions obligataires développées par les acteurs de marché et les teneurs de marché. De telles initiatives réduiraient la fragmentation des marchés ;
- les services de compensation centrale des pensions livrées offerts par certaines chambres de compensation européennes. La compensation centrale permet aux acteurs de marché de compenser leurs expositions multilatérales au moyen de la procédure de novation par laquelle la contrepartie centrale devient l'acheteur face à tout vendeur et le vendeur face à tout acheteur. Le développement de ces services doit être cependant conçu avec prudence et être accompagné d'un renforcement de la gestion des risques par les chambres de compensation afin de ne pas accroître le caractère systémique de ces institutions.

*Recommandation n°17 : Préserver et favoriser les activités de tenue de marché lors de la révision par l'UE du ratio de levier et du ratio de financement stable (Net Stable Funding Ratio). Promouvoir le bon fonctionnement du marché de la pension livrée (repo), en tant qu'outil nécessaire à l'activité de tenue de marché.*

*Recommandation n°18 : Favoriser la liquidité du marché obligataire en soutenant les initiatives consensuelles des acteurs de marché visant à standardiser les émissions obligataires, à développer des plateformes électroniques de négociation et à améliorer le fonctionnement du marché de la pension livrée.*

**b) S'appuyer sur un système financier compétitif composé d'intermédiaires financiers et des infrastructures de marché européens solides.**

**9. Eviter la fragmentation des marchés**

Pour parvenir à des marchés de capitaux plus intégrés au sein de l'UE, certaines initiatives en cours ou situations existantes, qui constituent des obstacles substantiels à la circulation des capitaux et des liquidités sur les marchés, doivent être reconsidérées.

**Taxe sur les transactions financières européenne.** En particulier, le projet de taxe sur les transactions financières européenne, élaboré par 11 Etats membres dans le cadre de la procédure de coopération renforcée prévue par les Traités, est en contradiction directe avec l'objectif de l'UMC. Ce projet va fausser la concurrence au sein du système financier européen et nuire à l'allocation optimale du capital. Les flux d'investissement d'aboutiront pas là où ils sont les plus productifs et les transactions financières ne se réaliseront pas là où la qualité de service est la meilleure. A moins que les Etats membres soient capables de créer une taxe sur les transactions financières qui ne conduit pas à une délocalisation des

investissements et des transactions, seule une taxe applicable dans les 28 Etats membres de l'UE devrait être promue. Le *think-tank* européen Bruegel<sup>29</sup> est encore plus direct en soulignant que « *les Etats membres devraient plutôt concentrer leurs efforts sur une harmonisation de la fiscalité de l'épargne [...] et sur d'autres initiatives qui pourraient stimuler l'investissement et le développement des marchés* ».

**Fragmentation de la liquidité.** Le cantonnement national des liquidités au sein des groupes bancaires européens est un facteur supplémentaire de fragmentation des marchés de capitaux et est particulièrement paradoxal pour les Etats membres participant à l'Union bancaire. Certaines autorités bancaires nationales considèrent, en effet, que les dépôts garantis en vertu de leurs règles nationales ne doivent pas être utilisés pour financer des activités bancaires au sein du même groupe dans d'autres Etats membres. En d'autres termes, les groupes bancaires ne peuvent allouer leurs ressources là où elles sont le plus nécessaires. Ce type de restriction nuit à la circulation des capitaux au sein du marché unique. De même, lors de la mise en place des ressources bancaires éligibles au renflouement interne (*bail-in*) - en application du cadre international relatif à la « *Total Loss Absorption Capacity* » développé par le Conseil de stabilité financière et de l'exigence minimale pour les fonds propres et les engagements éligibles (*MREL*) incluse dans la directive BRRD – les autorités nationales risquent de requérir des groupes bancaires internationaux qu'ils positionnent des montants suffisants de ressources éligibles au renflouement interne au niveau de chaque filiale nationale. Une telle exigence empêcherait l'allocation optimale des ressources bancaires.

*Recommandation N°19 : Une taxe sur les transactions financières ne devrait pas conduire à une délocalisation des investissements et des transactions, ni à une fragmentation artificielle de l'UMC, et devrait être applicable dans les 28 Etats membres.*

*Recommandation N°20 : Eliminer les obstacles à la circulation fluide de liquidités au sein des groupes bancaires de l'UE (en particulier, le cantonnement national des dépôts).*

## **10. Rendre la circulation de capitaux au sein du système financier européen plus fluide.**

**Titrisation et véhicules non tranchés.** Pour assurer une circulation fluide des capitaux entre les investisseurs, le système bancaire et les émetteurs, l'UE a besoin d'un système de financement et de refinancement efficient. Cet objectif peut être atteint en relançant une titrisation simple, transparente et standardisée ainsi que d'autres formes de titrisation non tranchée. En gardant à l'esprit les facteurs qui ont déclenché la crise financière, et en particulier l'absence de rétention de risque par les banques émettrices de titrisation, un cadre de titrisation à l'échelle de l'UE permettrait : (i) de mobiliser l'expertise des banques en matière de production de crédits (prêts aux entreprises, prêts immobiliers, etc.) tout en allégeant les contraintes bilanciennes qui s'imposent à elles, (ii) aux investisseurs

<sup>29</sup> N. Veron et G. Wolff, *Capital Markets Union: a vision for the long term*, 2015

institutionnels d'acquérir des actifs de long terme qu'ils n'ont pas forcément la capacité d'originer eux-mêmes (notamment s'agissant des prêts aux PME), et (iii) aux entreprises de bénéficier de meilleures conditions d'accès au crédit.

La titrisation est un moyen privilégié d'allouer de manière efficiente les rôles et les risques au sein d'un système financier performant. La Commission européenne a engagé une consultation sur la titrisation simple, transparente et standardisée, qui devrait déboucher sur une proposition législative. Le document de consultation fournit une description détaillée et convaincante des bienfaits de la titrisation. Bien sûr, le marché européen de la titrisation ne sera florissant que s'il y a une demande (des investisseurs institutionnels, en particulier des assureurs) et une offre (des banques). Ceci implique que les ratios prudentiels applicables aux assureurs et aux banques pour ce type d'instruments soient fixés à un niveau qui favorise cette rencontre et de prendre des mesures pour compenser les asymétries d'information.

Il est important de souligner que le programme de rachat d'actifs de la BCE, qui apporte une liquidité importante sur les marchés, ne doit pas servir de prétexte à un ralentissement à cette initiative. Bien au contraire, sans céder à « l'illusion de liquidité », les décideurs européens devraient mettre en place le plus rapidement possible un cadre adapté de financement et de refinancement. De manière unanime, les acteurs de marché considèrent que la Commission européenne devrait publier sa proposition législative avant la fin de l'année, et que les co-législateurs devraient l'adopter avant la fin 2016.

Dans la perspective de sa proposition législative relative à la titrisation, la Commission européenne devrait adopter une approche large couvrant l'ensemble des procédures et des véhicules permettant aux banques d'externaliser leurs risques. A l'heure actuelle, en droit européen, la définition de la titrisation fait référence à des véhicules composés de plusieurs tranches. Cependant, la titrisation de crédits peut également, tout en restant compatible avec le principe d'une rétention de risque par les banques émettrices, être réalisée sans être structurée en différentes tranches.

**Titres éligibles aux opérations de la BCE.** Dans le cadre de son activité de refinancier du système financier, la BCE pourrait contribuer davantage et de manière concrète à l'UMC. Son programme de rachat d'actifs et sa politique d'éligibilité du collatéral aux opérations de refinancement, sont de puissants leviers permettant une plus grande diversification des sources de financement et au soutien de la croissance. Un rôle actif de la BCE favoriserait le développement du marché de la titrisation en Europe. Certains acteurs de marché considèrent d'ailleurs que cette contribution pourrait être étendue (de manière directe ou indirecte) aux actions, au capital-investissement et à la dette privée. De manière plus englobante et cohérente, une telle extension est nécessaire pour réconcilier les objectifs de l'UMC, du Plan d'investissement Juncker et du programme de rachat d'actifs de la BCE<sup>30</sup>. Ceci peut être fait en soumettant les instruments financiers servant de support au Plan d'investissement Juncker à un traitement prudentiel favorable et en les rendant éligibles aux programmes de rachat et aux exigences de collatéral de la BCE.

---

<sup>30</sup> N. Valla et al. , *A holistic approach to ECB asset purchases, the Investment Plan and CMU*, CEPII, 2015



L'exemple de l'*Euro Secured Notes Issuer* (« ESNI »), créée par plusieurs grands établissements de crédit français illustre la manière dont les outils de titrisation non tranchée et la politique d'éligibilité du collatéral de la BCE peuvent être combinés pour faciliter les flux de capitaux au sein du système financier. Les banques titrisent au sein du véhicule ESNI des *pools* de crédits aux entreprises (dont des crédits aux PME), sélectionnés sur la base des modèles internes bancaires ou de l'outil de cotation de la Banque de France (FIBEN). Cette initiative présente plusieurs mérites : (i) dans un contexte où les besoins de collatéral des banques ont augmenté sous l'effet des réglementations récentes (CRD IV, EMIR), elle crée, à partir de crédits aux entreprises qui ne sont en pratique pas mobilisables en tant que collatéral sur les marchés, des titres (émis par ESNI) qui le sont facilement ; (ii) si les émissions d'ESNI deviennent éligibles aux opérations de la BCE, cette initiative facilitera l'escompte de crédits aux entreprises auprès des banques centrales et donc la politique monétaire, (iii) par ces différents biais, l'ESNI contribuera à faire baisser les coûts de financement des entreprises et notamment des PME.

*Recommandation n°21 : Proposer, dès que possible, un cadre législatif européen pour une titrisation simple, transparente et standardisée, ainsi que pour d'autres formes de titrisation non tranchée, avec des exigences en capital adaptées pour les banques et les investisseurs.*

*Recommandation n°22 : Envisager d'élargir le programme de rachat d'actifs et la politique d'éligibilité du collatéral de la BCE à d'autres classes d'actifs privés et notamment les instruments qui seront mobilisés dans le cadre du Plan d'investissement (y compris les Fonds européens d'investissement à long terme – ELTIF).*

*Recommandation n°23 : Promouvoir le véhicule de titrisation Euro Secured Notes Issuer (ESNI) comme un moyen de créer du collatéral facilitant les opérations de marché par les banques à partir de crédits aux entreprises. Etendre les critères d'éligibilité de la BCE pour qu'ils couvrent les émissions d'ESNI.*

## **11. Combiner des banques universelles, des acteurs de marché plus spécialisés et des infrastructures de marché solides**

Il va sans dire que l'offre et la demande de capitaux ne se rencontrent pas spontanément. Seule une industrie financière solide, innovante, performante et compétitive, reposant sur un écosystème d'intermédiaires et d'infrastructures de marché ayant atteint une masse critique permettra une allocation optimale et la plus productive possible dans l'ensemble de l'Union. En bref, pour réussir, l'UMC doit s'appuyer sur un écosystème dynamique d'acteurs financiers. L'UE devrait donc avoir l'ambition de devenir le marché domestique d'une industrie financière puissante et diversifiée, participant à armes égales avec la concurrence internationale<sup>31</sup>. Une telle ambition constitue l'épine dorsale du deuxième pilier de l'UMC, l'Union pour le financement.

---

<sup>31</sup> Cela pose en particulier la question des règles applicables aux acteurs financiers de pays-tiers qui fournissent des services dans l'UE, afin d'assurer une égalité des conditions de concurrence mais également une stabilité financière d'ensemble.

**Banques universelles.** Une première étape pour réaliser cette ambition consiste à préserver ce qui fonctionne bien dans l'industrie financière européenne. Ceci est particulièrement vrai pour le système bancaire menacé par le projet actuel de réforme de structure qui met en péril le modèle de banque universelle qui a fait la preuve de sa solidité pendant la crise financière. Ainsi, au lieu de réduire la taille de ses banques, l'UE devrait promouvoir l'émergence de banques universelles européennes de taille suffisante, capables d'attirer les meilleurs talents et de développer des savoir-faire d'excellence leur permettant de pleinement jouer leur rôle en matière d'investissement et de financement. Depuis la crise financière, de nombreux débats ont souligné le dilemme du « *too big to fail* » et le risque de voir les contribuables renflouer une fois de plus le système financier. Cependant, prises de manière agrégée, l'ensemble des mesures adoptées depuis cinq ans constitue une réponse globale à la prise de risque excessive par les banques et atténue significativement la probabilité de devoir faire face au dilemme du « *too big to fail* » et à ses conséquences systémiques. Enfin, ce serait un paradoxe historique extraordinaire que la faillite d'une banque d'investissement américaine (Lehman Brothers) se traduise, sept ans plus tard, par une décision de l'UE de renoncer au modèle de banque universelle à l'européenne qui a résisté à la crise.

Cela étant dit, le système financier européen est – et doit être – diversifié et composé d'acteurs de marché suffisamment variés pour assurer son fonctionnement efficace et permettre l'émergence de nouveaux acteurs et l'avènement d'innovations technologiques.

**Organisation des infrastructures de marché européennes.** L'organisation actuelle des infrastructures de marché au sein du marché unique est le reflet de deux décennies de législation et d'harmonisation des différentes composantes de la chaîne de traitement des titres. Chaque composante a été conçue puis modernisée isolément, sans vision stratégique d'ensemble. A une seule exception près, toutes les discussions sur les infrastructures de marché dans l'UE se sont traduites par l'ouverture à la concurrence des services fournis par ces infrastructures, avec l'hypothèse sous-jacente que ces services sont rentables y compris s'ils sont fournis par plusieurs opérateurs concurrents.

Le résultat est le suivant : (i) de manière générale, les infrastructures de marché européennes sont fragmentées ; (ii) les instruments financiers sont négociés sur plusieurs plateformes de négociations concurrentes (marchés réglementés, systèmes multilatéraux de négociation et systèmes organisés de négociation) ; (iii) la compensation centrale est effectuée par plusieurs chambres de compensation ; (iv) le règlement-livraison a lieu au sein de plusieurs dépositaires centraux de titres (dont deux dépositaires centraux de titres internationaux) ; (v) la BCE développe la plateforme *Target2 Securities*, destinée à être utilisée par tous les dépositaires centraux, notamment pour traiter les transactions transfrontières au sein de l'UE. De plus, la législation européenne impose désormais aux participants de marché de déclarer toutes leurs transactions sur produits dérivés (et, dans quelque mois, toutes leurs opérations de pension livrée et de prêt-emprunt de titres) à quelques référentiels centraux en concurrence les uns avec les autres. Enfin, une discussion s'est engagée sur l'opportunité de créer un système consolidé de publication (*consolidated tape*) recensant les informations de négociation en provenance de l'ensemble des plateformes de l'UE, mais il a été fait le choix, dans le cadre de la directive MiFID II, d'attendre l'éventuelle émergence d'une initiative privée.

Dans sa logique de mise en concurrence des infrastructures de marché, l'UE a posé le principe de libre accès à ces infrastructures et a mis en place des mécanismes d'interopérabilité permettant aux différentes plateformes de se connecter entre elles. D'autres juridictions ont considéré que certaines infrastructures de marché relevaient d'un service mutualisé (*utility*) : par exemple, aux Etats-Unis, pour certains types d'instruments financiers, il y a un système consolidé de publication (*consolidated tape*), une chambre unique de compensation, un seul dépositaire central et un référentiel central.

Certains participants de marché plaident en faveur d'une évaluation d'ensemble de l'organisation européenne des infrastructures de marché actuelle, afin de déterminer si le choix de laisser jouer la concurrence à chaque étape de la chaîne de traitement des titres offre le service le plus efficient.

*Recommandation n°24 : Promouvoir une industrie financière européenne solide, composée de banques universelles ayant atteint une masse critique suffisante et d'une diversité d'acteurs de marché spécialisés. Revoir la réforme de structure bancaire de manière à atteindre cet objectif.*

*Recommandation n°25 : Engager un débat public sur l'organisation européenne des infrastructures de marché afin d'en mesurer l'efficacité globale et d'évaluer la validité du choix de la concurrence à chaque étape de la chaîne du titre.*

## Liste des recommandations

Accroître la capacité d'investissement de l'Union européenne	N°1	<i>Aménager les exigences en capital de la directive Solvabilité II pour les entreprises d'assurance. En particulier, revoir le règlement délégué de la Commission n°(UE) 2015/35 afin de favoriser les investissements en infrastructures (y compris à travers les Fonds européens d'investissement de long-terme – ELTIF), les actions non cotées, les placements privés et la titrisation. Dans le même esprit, envisager de revoir les exigences de capital applicables aux financements d'infrastructures par les banques.</i>
	N°2	<i>Promouvoir les Fonds européens d'investissement de long terme (ELTIF) par le biais d'un régime fiscal favorable dans chaque Etat membre et son utilisation comme véhicule privilégié pour la mise en œuvre du Plan d'Investissement.</i>
	N°3	<i>Envisager de créer, pour favoriser l'épargne salariale, de nouvelles formes de fonds d'investissement alternatifs (FIA) dotés d'un passeport européen et ouverts aux particuliers, sur le modèle des Fonds européens d'investissement de long terme (ELTIF).</i>
	N°4	<i>Engager un travail d'harmonisation des règles relatives aux procédures de liquidation applicables aux établissements de crédit pour les Etats membres participant à l'Union bancaire et contribuant au Mécanisme de résolution unique (MRU).</i>
	N°5	<i>Exiger l'inclusion, fondée sur le principe de reconnaissance mutuelle, des services financiers dans le partenariat transatlantique de commerce et d'investissement (TTIP), et demander la réciprocité des accès dans toutes les négociations bilatérales.</i>
	N°6	<i>Lorsque l'accès des acteurs financiers de pays tiers à l'UE est envisagé, appliquer des tests d'équivalences des règles afin de préserver une concurrence équitable au sein du marché unique.</i>
	N°7	<i>Promouvoir mondialement les organismes de placement collectif en valeurs mobilières européens (« OPCVM UE ») comme les véhicules d'investissement les plus efficaces et plus sûrs.</i>
Renforcer la transparence des marchés de capitaux et améliorer la confiance des investisseurs transfrontières	N°8	<i>Favoriser les initiatives de marché visant à créer ou à développer au sein du marché unique, un accès centralisé à l'information financière brute et un système de cotation de crédit des PME et des ETI.</i>
	N°9	<i>Réviser dès que possible les projets de mesures d'application de la directive MiFID II de manière à préserver l'existence de l'analyse financière sur les PME et les entreprises de taille intermédiaires cotées.</i>
	N°10	<i>Déléguer à l'AEMF la gestion opérationnelle d'un point d'entrée unique des déclarations de transaction, à partir duquel les superviseurs nationaux accéderaient à toutes les informations utiles pour l'exercice de leurs missions.</i>

	N°11	<i>Supprimer les obstacles juridiques à l'utilisation efficaces des pouvoirs de l'AEMF en matière de cohérence de la supervision au sein de l'UE.</i>
	N°12	<i>Adapter la structure de gouvernance de l'AEMF afin de renforcer sa capacité à traiter les questions liées à la cohérence de la supervision au sein de l'UE.</i>
<i>Elargir l'accès aux financements par les marchés</i>	N°13	<i>Proposer un Finance Access Regulation (FAR) permettant aux start-ups, aux PME et aux ETI de bénéficier d'un accès européen adapté aux financements par les marchés. Le FAR devrait à tout le moins inclure la création d'un passeport européen pour les plateformes de financement participatif (crowdfunding) et une définition unique des ETI et des valeurs moyennes applicable à la réglementation relative au financement par les marchés.</i>
	N°14	<i>Promouvoir à l'échelle de l'UE le recours aux placements privés.</i>
	N°15	<i>Supprimer les obstacles au développement de fonds de capital-investissement paneuropéens ; en particulier, adapter les exigences en capital applicables aux investissements des assureurs dans les actions de type 1, et promouvoir une convergence des pratiques nationales en matière de règles de pre-marketing et de placement privé pour les fonds fermés.</i>
	N°16	<i>Proposer une révision de la directive Prospectus pour : (i) sans réduire l'information des investisseurs, insérer des exemptions supplémentaires à l'obligation d'établir un prospectus ; (ii) faire référence à une définition commune et unique des ETI et des valeurs moyennes ; (iii) adapter les exigences d'information pour les ETI et des valeurs moyennes eu égard à leur âge, leur taille, leur complexité et la structure de leur actionnariat ; (iv) établir un seuil plus élevé de déclenchement de l'obligation d'établir un prospectus.</i>
	N°17	<i>Préserver et favoriser les activités de tenue de marché lors de la révision par l'UE du ratio de levier et du ratio de financement stable (Net Stable Funding Ratio). Promouvoir le bon fonctionnement du marché de la pension livrée (repo), en tant qu'outil nécessaire à l'activité de tenue de marché.</i>
	N°18	<i>Favoriser la liquidité du marché obligataire en soutenant les initiatives consensuelles des acteurs de marché visant à standardiser les émissions obligataires, à développer des plateformes électroniques de négociation et à améliorer le fonctionnement du marché de la pension livrée.</i>
<i>S'appuyer sur un système financier compétitif composé d'intermédiaires financiers et des infrastructures de marché européens solides</i>	N°19	<i>Une taxe sur les transactions financières ne devrait pas conduire à une délocalisation des investissements et des transactions, ni à une fragmentation artificielle de l'UMC, et devrait être applicable dans les 28 Etats membres.</i>
	N°20	<i>Eliminer les obstacles à la circulation fluide de liquidités au sein des groupes bancaires de l'UE (en particulier, le cantonnement national des dépôts).</i>
	N°21	<i>Proposer, dès que possible, un cadre législatif européen pour une titrisation simple, transparente et standardisée, ainsi que pour d'autres formes de titrisation non tranchée, avec des exigences en capital adaptées pour les banques et les investisseurs.</i>

	N°22	<i>Envisager d'élargir le programme de rachat d'actifs et la politique d'éligibilité du collatéral de la BCE à d'autres classes d'actifs privés et notamment les instruments qui seront mobilisés dans le cadre du Plan d'investissement (y compris les Fonds européens d'investissement à long terme – ELTIF).</i>
	N°23	<i>Promouvoir le véhicule de titrisation Euro Secured Notes Issuer (ESNI) comme un moyen de créer du collatéral facilitant les opérations de marché par les banques à partir de crédits aux entreprises. Etendre les critères d'éligibilité de la BCE pour qu'ils couvrent les émissions d'ESNI.</i>
	N°24	<i>Promouvoir une industrie financière européenne solide, composée de banques universelles ayant atteint une masse critique suffisante et d'une diversité d'acteurs de marché spécialisés. Revoir la réforme de structure bancaire de manière à atteindre cet objectif.</i>
	N°25	<i>Engager un débat public sur l'organisation européenne des infrastructures de marché afin d'en mesurer l'efficacité globale et d'évaluer la validité du choix de la concurrence à chaque étape de la chaîne du titre.</i>