Réponse française au livre vert de la Commission européenne « Construire l'union des marchés de capitaux

Priorités et objectifs de la France pour l'Union des marchés de capitaux

La France soutient pleinement l'initiative de la Commission européenne visant à construire une Union des marchés de capitaux. Alors que la croissance économique revient en Europe, après plusieurs années de crise économique et financière, la question du financement de l'économie au niveau de l'Union européenne est majeure.

La dernière crise financière a en effet conduit à une modification des capacités de financement des acteurs traditionnels, notamment les banques, appelant à un recours plus fréquent aux marchés de capitaux pour les acteurs économiques. La France est déjà engagée dans ce processus avec une proportion de financement par le marché plus importante que la moyenne européenne. Les pouvoirs publics nationaux et européens doivent accompagner cette évolution.

L'Union des marchés de capitaux est ainsi un complément indispensable au plan en faveur de l'investissement de 315 milliards présenté par la Commission et en cours de négociation.

Pour la France, l'objectif premier de l'Union des marchés de capitaux doit donc être de favoriser le développement de circuits de financement des entreprises complémentaires au secteur bancaire et répondant à leurs besoins, tout en veillant à préserver la capacité de financement des banques. Cela doit se faire dans des conditions qui préservent la stabilité financière et qui garantissent un haut degré de sécurité et de transparence pour les acteurs et usagers du secteur financier. Dans cette optique, l'Union des marchés de capitaux devrait viser, de manière générale, à rapprocher les investisseurs d'une gamme plus large de produits financiers et les entreprises de sources plus diversifiées de financement. Cela suppose de diminuer les incertitudes (asymétries d'information, différences de normes) touchant les investissements, en particulier transfrontières, d'inciter au développement des segments de marché aujourd'hui sous-développés par rapport à leur potentiel et de favoriser l'émergence d'acteurs paneuropéens dans la gestion d'actifs ou le capital-risque.

Cette initiative doit également permettre d'accroître l'intégration financière au sein du marché intérieur, la diversification géographique des portefeuilles financiers, et donc le partage du risque entre économies. Elle est de ce fait tout particulièrement pertinente pour la zone euro, car elle doit permettre d'une part de soutenir l'efficacité des mécanismes de transmission de la politique monétaire et d'autre part de garantir que la résilience des flux de capitaux privés vienne accroître la capacité d'absorption des chocs asymétriques au sein de la zone monétaire.

A ce titre, l'Union des marchés de capitaux doit être vue comme un complément indispensable à la mise en œuvre d'une Union économique et monétaire pleinement efficace.

Pour atteindre cet objectif, trois principes d'action structurants doivent être soulignés :

- L'Union des marchés de capitaux doit se concentrer sur les initiatives qui apportent un bénéfice réel au financement de la croissance de l'économie, en développant des

règlementations lorsque cela est nécessaire ou en soutenant des initiatives de marché lorsque cela est possible.

- La régulation financière s'élabore dans un contexte international ; le développement de l'Union des marchés de capitaux passe donc nécessairement par une stratégie d'influence plus forte de l'Union européenne au sein des enceintes de discussion internationale. Le principe de réciprocité dans l'accès aux marchés financiers, et d'équivalence, est essentiel pour s'assurer que les marchés de capitaux européens puissent être en mis en concurrence sur une base saine, autre que le moins-disant réglementaire, avec les autres zones économiques.

- La construction de l'Union des marchés de capitaux doit aussi comporter une dimension de politique industrielle, en s'appuyant sur des intermédiaires européens compétitifs et innovants. Les marchés de capitaux ne sont pas simplement des lieux théoriques de rencontre d'une offre et d'une demande, ils impliquent un écosystème complexe et vaste d'investisseurs, d'émetteurs et d'intermédiaires financiers. L'émergence de nouvelles filières de financement, par exemple le financement participatif, pour lequel il n'existe aucune règlementation commune à ce stade, devrait être l'opportunité de voir se développer des champions européens tout en assurant une équivalence de protection des consommateurs européens.

Ces principes étant rappelés, l'Union des marchés de capitaux devrait être construite autour de trois axes :

1. Diversifier et améliorer les sources de financement des entreprises.
2. Accroître la capacité d'investissement dans l'Union.
3. Favoriser le bon fonctionnement des marchés et la confiance des investisseurs.

1. Diversifier et améliorer les sources de financement des entreprises

Mobiliser de nouveaux instruments de financement

Titrisation

Dans le financement des plus petites entreprises et des ménages, les banques continueront à jouer un rôle essentiel, en raison de leur relation de proximité avec ces acteurs, ainsi que de leur bonne connaissance des risques économiques associés. Pour autant, les nouvelles contraintes prudentielles imposées aux banques, dans le but légitime de renforcer leur résilience, peuvent limiter leur capacité de prêt.

La titrisation est alors un outil puissant pour alléger les bilans bancaires, en faisant porter le risque associé à d'autres investisseurs. Les excès qu'a pu connaitre la titrisation avant 2008, en structurant des produits complexes et peu transparents pour l'investisseur final, doivent néanmoins être corrigés pour que ce mode de financement puisse connaitre un nouveau dynamisme au niveau européen.

La France appelle donc de ses vœux la relance d'une titrisation simple, transparente et standardisée au sein de l'Union par l'intermédiaire d'une régulation appropriée. Le potentiel

de financement bancaire qui pourrait être libéré par une telle titrisation justifie amplement que l'on s'y attelle rapidement. La réponse française à la consultation dédiée à la relance de la titrisation détaille plus avant les principales orientations que la France soutient pour ce projet.

Placements privés

Si les prêts bancaires vont rester largement prépondérants pour le financement en dette des plus petites entreprises, et si les plus grandes entreprises ont déjà un taux de financement de dette par le marché élevé, il semble que pour les entreprises de taille intermédiaire (ETI) ou les plus grandes PME, un segment de marché approprié pour les instruments de dette mérite d'être plus largement développé au niveau européen.

Des initiatives de l'industrie financière existent déjà, à l'instar du Schuldschein en Allemagne ou de l'EuroPP en France. Une coordination et une standardisation des termes de financement en dette par placements privés au niveau européen bénéficieraient à l'ensemble du marché, facilitant les conditions d'émission et d'investissement dans ces produits, notamment sur une base transfrontalière.

Les Les pouvoirs publics, tant au niveau des Etats membres qu'au niveau de la Commission, doivent accompagner cette standardisation.

Investir en fonds propres dans les PME à forte croissance

Le capital-risque et le capital investissement sont beaucoup moins développés en Europe qu'aux Etats-Unis, dans un rapport de 1 à 8 en proportion du PIB. Il est ainsi estimé que ce sont plus de 4 000 PME à forte croissance qui auraient pu être financées au cours des cinq dernières années si le marché européen du capital-risque avait la même profondeur que celui des Etats-Unis.

Les PME à forte croissance représentant un levier majeur de croissance pour l'économie européenne, il est crucial de faire du financement de ces entreprises l'une des priorités de l'Union des marchés de capitaux.

Le développement de l'investissement en fonds propres dans les PME doit s'envisager sur l'ensemble du cycle de vie de l'entreprise, un écosystème européen solide ne pouvant fonctionner que si chaque maillon de la chaîne est suffisamment solide. Au stade de l'amorçage et du capital-risque, une orientation des politiques publiques d'intervention directe dans le sens d'une meilleure structuration du paysage des fonds, tout en veillant à maintenir sur les segments amont des fonds en diversité suffisante, permettra de remédier à la fragmentation actuelle empêchant les investissements d'un volume plus important.

La phase de développement des entreprises ne doit pas être négligée, car elle constitue l'une des principales faiblesses européennes ; 70 % des levées de fonds supérieures à 10 M€ en Europe font actuellement intervenir des fonds américains. Le plan d'investissement européen offre l'occasion de commencer à pallier cette carence.

Par ailleurs, les investisseurs sont prêts à prendre des risques en phase amont s'ils savent que les scénarios de sortie sont crédibles. L'accès des PME à forte croissance à la Bourse a donc un effet direct sur le dynamisme du marché du capital risque. Pour faciliter cet accès à la Bourse, la révision de la Directive Prospectus est bienvenue. Les marchés de croissance de

PME, s'ils sont suffisamment attractifs pour les investisseurs comme les émetteurs, contribueront aussi à cette dynamique.

Enfin, les spécificités des écosystèmes locaux de financement des PME dans les textes européens, par exemple dans la rémunération de l'analyse financière, devraient être prises en compte plus systématiquement par les réglementations européennes en cours ou à venir.

2. Accroître la capacité d'investissement dans l'Union

Faciliter l'investissement des assureurs

Les assureurs drainent une large part de l'épargne de long terme au niveau européen et constituent donc une base d'investisseurs pérennes particulièrement importante qu'il convient de soutenir dans le cadre de l'initiative d'une Union des marchés de capitaux. Les contraintes prudentielles pesant sur les assureurs dans le cadre de la directive Solvabilité 2 devraient ainsi davantage être mises en cohérence avec leur rôle d'investisseurs de long terme, les exigences de capital associées à l'investissement dans certaines classes d'actifs apparaissant aujourd'hui inadaptées. A cet égard, la France soutient les initiatives déjà en cours sur le traitement des investissements dans des infrastructures et la titrisation, mais souligne la nécessité d'aller plus loin, notamment s'agissant l'investissement en fonds propres et en dette dans les PME-ETI, en prenant mieux en compte le caractère de long terme des passifs des assureurs.

L'investissement des assureurs devrait également être facilité par une amélioration de l'accès à l'information de marché s'agissant des PME-ETI ainsi qu'une certaine standardisation de cette dernière pour en faciliter l'analyse. Pour des questions de volume, le financement des PME-ETI par les assureurs peut également être encouragé par la promotion des initiatives d'investissement sur une base mutualisée davantage accessibles à l'ensemble des assureurs.

Lever les obstacles aux investissements transfrontaliers

Pour que les règles harmonisées qui régissent les marchés financiers européens permettent un fonctionnement efficace et sûr, il est indispensable d'assurer une meilleure cohérence de la supervision (cf. ci-dessous).

Au-delà, les chantiers transversaux d'harmonisation des régimes juridiques (droits des titres, des faillites, etc.) et fiscaux, en accroissant la lisibilité des régimes et la confiance des acteurs, peuvent favoriser une meilleure circulation des capitaux dans l'Union européenne. En matière de droit des titres, une convergence ne pourrait évidemment être faite au détriment de la protection des investisseurs. S'agissant du droit des faillites, la priorité devrait être donnée à l'amélioration de la prévisibilité et de la lisibilité des différents régimes nationaux et à des avancées concrètes, par exemple en matière de droit des sûretés ou de clarification des rangs des créanciers. Ce dernier aspect paraît particulièrement important s'agissant des établissements de crédit relevant de l'Union bancaire ; en effet, la hiérarchie des créanciers en insolvabilité demeure la référence pour la hiérarchie sous le régime de la résolution : l'absence de procédures de liquidation harmonisées serait particulièrement inconfortable au sein de l'Union bancaire, qui est couverte par une autorité de résolution unique, et pour les investisseurs qui seraient confrontés à des conceptions très différentes de dette senior et de leur participation potentielle au bail-in.

De manière générale, un travail approfondi devra permettre d'identifier plus finement les domaines dans lesquels une harmonisation plus poussée est nécessaire, et les horizons de temps correspondants.

L'approfondissement de certains chantiers d'harmonisation serait particulièrement pertinent au sein de la zone euro et pourrait être si besoin conduit dans ce cadre ou sur une base *ad hoc* plus large.

3. Favoriser le bon fonctionnement des marchés et la confiance

Des marchés de capitaux européens plus efficaces

L'Union des marchés de capitaux ne pourra se construire que si les conditions de fonctionnement et d'organisation des marchés sont réunies pour rendre ces derniers plus efficaces. Les conditions de marché actuelles, marquées par une politique monétaire très accommodante, ne doivent pas occulter les interrogations autour de la dégradation structurelle de la liquidité sur certains marchés, notamment les obligations d'entreprise.

Le rôle des teneurs de marché dans le bon fonctionnement des marchés doit être reconnu et préservé dans le cadre de la réforme de structure bancaire, mais également dans le cadre des nouvelles exigences prudentielles (ratio de levier en particulier).

Le rôle des plateformes de négociation multilatérales, transparentes et non-discriminatoires dans l'organisation de la liquidité du marché doit aussi être rappelé, en incitant, à mesure que les évolutions technologiques le permettent, à la migration des échanges actuellement effectués de gré-à-gré sur ces plateformes.

Par ailleurs, la fragmentation de la liquidité, aujourd'hui très importante en Europe, peut rendre plus difficile l'accès à l'information sur les transactions pour les investisseurs et les émetteurs. La mise en place d'un système consolidé de publication des données de transaction, dans un premier temps pour les actions, puis à terme pour les instruments autres que les actions, devrait être l'un des objectifs de l'Union des marchés de capitaux. Ce mécanisme pourrait par exemple prendre la forme d'une délégation de service public au niveau européen faisant suite à un appel d'offre compétitif.

Des marchés de capitaux européens plus sûrs

Si des progrès majeurs ont été faits au niveau européen sur la régulation financière, il semble maintenant important de rendre ce nouveau corpus réglementaire pleinement opérationnel. Davantage d'harmonisation dans les pratiques de supervision au niveau de l'Union contribuera à la plus grande confiance pour les investissements dans les marchés de capitaux, notamment sur une base transfrontalière. En effet, à quoi sert-il d'avoir un corpus unique de règles si elles sont appliquées de façon hétérogène par les superviseurs ? Nous risquons sinon une course au moins disant entre places financières en fonction de leur application de la réglementation européenne.

Les autorités européennes de supervision (AES) disposent de pouvoirs potentiellement puissants pour mener à bien cette harmonisation (médiation contraignante, revue par les pairs,

intervention directe sur les produits dans MiFIR, etc.). Il faut qu'elles s'en saisissent pleinement, sans préjudice d'évolutions ultérieures. Une véritable « Union » des marchés de capitaux ne peut pas s'imaginer sans une Autorité compétente des marchés financiers exerçant pleinement ses compétences de coordination et d'arbitrage des différends. Un accent particulier devra aussi être mis sur la protection des consommateurs et des investisseurs.

Par ailleurs, en matière de comptabilité et d'audit, en particulier, la création d'une autorité européenne dédiée devrait être très sérieusement envisagée.

Dans le domaine de la publication des données, les nouvelles dispositions issues des réglementations récentes (EMIR, MiFID II/MiFIR) poussent au développement de solutions de déclaration aux autorités davantage intégrées au niveau de l'Union. Dans ce contexte, les AES peuvent contribuer à cette nécessaire coordination européenne, en mettant par exemple à disposition des systèmes informatiques mutualisés permettant ces déclarations.

Enfin, lors de l'évaluation de chaque directive, un test de subsidiarité devrait être systématiquement effectué pour évaluer quel est le niveau approprié auquel les compétences concernées sont le mieux exercées. Dans une perspective de long terme, pour chaque grande catégorie d'activité de marché, la question de l'amélioration de leur supervision devra être posée, y compris via une unification de la supervision lorsque cela apparaîtra nécessaire.

REPONSE FRANÇAISE AU LIVRE VERT DE LA COMMISSION EUROPEENNE « CONSTRUIRE L'UNION DES MARCHES DE CAPITAUX »

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

Une action prioritaire à court terme au niveau de l'Union européenne en matière financière est la mise en œuvre effective de l'ambitieux agenda réglementaire de ces dernières années. Plusieurs centaines d'actes délégués vont devoir être pris au cours de l'année 2015, certains de ces actes pouvant avoir un impact fort sur l'organisation des marchés de capitaux en Europe.

Il conviendrait donc de garder à l'esprit les objectifs de l'Union des marchés de capitaux dans l'élaboration de ces actes délégués, étant entendu que le double objectif de stabilité financière et d'intégrité des marchés reste prioritaire.

Un dialogue accru entre les services de la Commission européennes et les Etats membres lors de l'établissement des actes délégués, notamment de ceux qui peuvent manifestement rendre plus difficile l'accès des particuliers et des entreprises aux marchés, pourrait permettre une mise en œuvre plus rapide de certains des objectifs de l'Union des marchés de capitaux.

A titre d'exemple, les actes délégués de la directive 2014/65/UE dite MiFID II, actuellement en cours de définition, pourraient ainsi constituer un vecteur approprié à court terme pour améliorer certains critères d'accès des PME au marché, dans la définition des conditions à la négociation sur les marchés de croissance de PME, ou dans les modalités de financement de l'analyse financière sur les titres émis par les PME.

La Commission européenne pourrait aussi envisager d'accélérer l'adoption de certains rapports de revue concernant les textes récemment adoptés, afin d'identifier le plus rapidement les conséquences inattendues qu'ont pu avoir ces textes sur la bonne intégration des marchés de capitaux européens.

De manière générale, l'absence de définition harmonisée des PME (petites et moyennes entreprises) et des ETI (entreprises de taille intermédiaire) dans l'UE nuit à la lisibilité des objectifs de l'union des marchés de capitaux.

Pour ne citer que quelques exemples :

- la recommandation 2003/361/CE de la Commission ou la directive Prospectus définissent les PME comme « *les entreprises de moins de 250 salariés et dont le chiffre d'affaires annuel n'excède pas 50 millions d'euros ou dont le total du bilan annuel n'excède pas 43 millions d'euros* » ;
- la directive Prospectus définit par ailleurs les sociétés à faible capitalisation boursière comme « *les sociétés cotées sur un marché réglementé dont la capitalisation boursière moyenne a été inférieure à 100 millions d'euros* »

- la directive MIFIDII définit les PME comme « *les sociétés dont la capitalisation boursière moyenne a été inférieure à 200 millions d'euros* »
- le projet de règlement ELTIF définit les entreprises éligibles comme les entreprises non cotées ou les entreprises dont la capitalisation boursière ne dépasse pas 500 millions d'euros.

Une harmonisation à court terme de la définition des PME, et l'introduction d'une définition des ETI (une telle définition existe par exemple en France), qui constituent le type d'entreprises dont le recours aux financements de marché devrait le plus se développer, apparaît donc nécessaire.

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?

L'amélioration de la disponibilité de l'information relative à la solvabilité des PME pour les acteurs non bancaires est importante pour permettre aux PME de diversifier leurs sources de financement.

Cependant, il convient de reconnaître que les PME resteront, de manière générale, largement financées par le secteur bancaire.

Les pouvoirs publics pourraient apporter deux types de contribution dans ce domaine :

- un soutien politique aux initiatives de marché qui pourraient émerger ; si des investisseurs ont un intérêt pour le financement des PME, que ce soit dans un cadre de titrisation ou de rachat de créances, un modèle économique pour la commercialisation des informations relatives à leur solvabilité est susceptible de se développer, que ce soit sur des bases déjà existantes (par exemple, les établissements de crédit ou d'autres entités tels que les assureurs-crédit ont déjà de nombreuses informations) ou non.

- le cas échéant, si aucune initiative de marché ne semble pouvoir émerger, la mise en place de bases de données gérées par des personnes publiques ou par des personnes privées après appel d'offres. Ceci devrait s'appuyer sur les initiatives déjà existantes au niveau national, avec une coordination éventuelle au niveau de l'Union européenne ; ainsi, en France, le fichier bancaire des entreprises (Fiben) tenu par la Banque de France porte une appréciation sur la capacité d'une entreprise à faire face à ses engagements financiers à horizon de 3 ans, sur la base de l'analyse de documents comptables complétée par des informations de nature qualitative. Ce fichier constitue une source d'information significative pour le suivi et l'analyse du risque de crédit des entreprises en France. Il repose sur un principe de réciprocité : tout acteur disposant d'un accès à Fiben est tenu d'y verser l'information pertinente dont il pourrait disposer. Actuellement, seuls les établissements de crédit, les sociétés de financement, les sociétés d'assurance-crédit et d'assurance-caution, ainsi que les intermédiaires en financement participatif actifs en matière de prêt peuvent accéder à ce fichier. Les autorités françaises

prévoient d'élargir l'accès aux données contenues dans ce fichier à l'ensemble des acteurs participant au financement des entreprises et notamment aux entreprises d'assurance, aux mutuelles, aux institutions de prévoyance, ainsi qu'aux sociétés de gestion gérant des fonds de prêt à l'économie pour le compte de ces acteurs, tout en maintenant le principe de réciprocité.

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

A court terme, il est nécessaire de faire en sorte que les Etats membres puissent rapidement prendre en compte les demandes d'agrément qui leur seront formulées.

Il sera utile de clarifier les questions de traitement fiscal, notamment pour les investisseurs en direct. Pour les investisseurs institutionnels, l'intérêt viendra essentiellement du traitement prudentiel favorable (traitement dans le cadre de la directive Solvabilité II).

Il pourrait par ailleurs être nécessaire de clarifier l'éligibilité des ELTIF des supports éligibles à certains fonds d'investissements, en particulier l'éligibilité aux OPCVM.

Enfin, des mesures pourront être étudiées pour favoriser l'émergence d'un marché secondaire pour les parts de fonds.

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

Nous identifions plusieurs obstacles à surmonter en vue d'un développement plus conséquent du marché des placements privés.

- Le manque de standardisation : un cadre standardisé serait le bienvenu pour faciliter l'accès des ETI au marché des placements privés à un niveau européen ; toutefois, afin d'atteindre rapidement son objectif, celui-ci doit rester flexible afin de prendre en compte les particularités propres à chaque pays avec une approche centrée sur les émetteurs. La nécessité de trouver un compromis entre flexibilité et standardisation pousse à privilégier une diffusion de bonnes pratiques au niveau européen, plutôt que la mise en place d'une législation qui tenterait de standardiser l'ensemble des contrats. A cet égard, le guide publié en février 2015 établit un cadre de référence utile qui, complété par une documentation type, devrait permettre une standardisation suffisante du marché à ce stade.
- La nécessité pour les investisseurs d'assurer en interne l'analyse et le suivi du risque de crédit : dans une optique de développement robuste et sécurisé d'un marché de placements privés, les investisseurs doivent se doter d'un système adéquat d'analyse du risque de crédit. Une part importante des émetteurs de placements privés ne sont ni notés, ni cotés, ce qui nécessite un effort conséquent pour des investisseurs, encore peu familiers avec ce type d'émetteurs. En pratique, des équipes dédiées se développent chez les investisseurs. Il appartient au régulateur d'imposer auprès des souscripteurs de placements privés les exigences règlementaires suffisantes en matière de suivi des risques.

- La nécessité d'une meilleure information sur les opérations de marché : l'amélioration de la diffusion de l'information relative aux opérations de placements privés est cruciale pour renforcer la dynamique de marché. La collecte des données sur les placements privés pose des difficultés, compte tenu du caractère confidentiel de certaines opérations. Des solutions adaptées devront être trouvées dans ce domaine et s'inscriront dans un chantier plus large d'une meilleure information.

De manière générale, nous ne proposons pas d'action législative au niveau européen dans la mesure où (i) cela n'apparaît à ce stade pas nécessaire et (ii) cela risquerait d'imposer une contrainte trop rigide au développement de ce marché.

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

Approche proportionnée pour favoriser le maintien d'écosystèmes locaux de financement

L'accès au financement des entreprises se fait grâce à la présence d'écosystèmes locaux de financement, ce qui explique d'ailleurs le fort biais des PME vers le financement bancaire, aisément accessible sur l'ensemble du territoire. La présence de places financières de proximité proposant aux entreprises des solutions de financement diversifiées ainsi que des conseils utiles pour préparer l'accès au marché est à ce titre un maillon important de l'Union des marchés de capitaux. Ces places financières de proximité reposant souvent pour partie sur des intermédiaires de plus petite taille et surtout actifs à l'échelon local, il est très important que la réglementation financière européenne puisse être proportionnée pour ne pas appliquer à ces intermédiaires des contraintes inutiles, incitant à la concentration vers les plus grands acteurs, surtout actifs sur les marchés de gros.

Orientation des fonds des assurances vers le financement en fonds propres des PME/ETI

Pour différentes raisons évoquées par ailleurs aux questions 2), 6) ou 8), le financement des PME-ETI par les entreprises d'assurance est aujourd'hui encore largement extensible. Les difficultés que peuvent éprouver ces acteurs pour intervenir sur un marché qu'ils connaissent encore mal et pour des montants de financement individuel faibles, eu égard à la taille des PME, devrait inciter à promouvoir les initiatives de mutualisation permettant à différents assureurs d'investir en commun dans des PME, avec des coûts opérationnels ainsi réduits.

En France, a ainsi été développée l'initiative des fonds de prêts à l'économie qui permet à différents assureurs d'investir en commun, par le biais de fonds, dans diverses PME-ETI. L'entremise d'un gestionnaire sur une base mutualisée permet d'accéder à des opportunités d'investissement auxquelles les assureurs auraient eu plus de mal à accéder de façon individuelle, en raison des coûts opérationnels que peut représenter le développement d'une expertise sur ce marché.

Au niveau européen, il conviendrait d'amender le cadre Solvabilité II s'agissant des chargements prudentiels applicables à l'investissement dans les actions non cotées (cf. question 10). Le niveau actuel, l'absence de mesure transitoire sur ce paramètre de risque ainsi que la définition trop rigide des critères pour bénéficier du traitement

préférentiel applicable aux actions stratégiques limite aujourd'hui l'investissement en fonds propres des PME-ETI par les assureurs.

Améliorations ciblées des outils de refinancement des crédits bancaires

Les établissements de crédit continueront d'assurer une part importante du financement en dette des PME. Afin de faciliter ce rôle indispensable, deux types de mesures peuvent être envisagés : (i) celles qui réduisent la contrainte prudentielle pesant sur les bilans bancaires, comme en particulier la titrisation et (ii) celles qui facilitent le refinancement, par les établissements de crédit, des crédits accordés aux PME.

Sur le deuxième aspect, plusieurs initiatives de marché ont émergé ; ainsi, en France, un groupe de banques a développé un véhicule dénommé ESNI (*European Secured Notes Issuer*) qui émet des obligations sécurisées par des crédits aux PME. En 2014, plus de 3 Md€ ont été émis par ce véhicule, qui ne permet pas de déconsolider les crédits sous-jacents des bilans bancaires mais présente l'avantage de pouvoir les mobiliser, sous la forme d'obligations sécurisées, en collatéral pour des opérations interbancaires, voire à les refinancer auprès d'investisseurs. Développer ce type d'initiative permettrait d'optimiser les coûts de refinancement des crédits aux PME et mérite donc d'être promu dans le cadre de l'union des marchés de capitaux.

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?

La dégradation de la liquidité sur le marché secondaire des obligations d'entreprise trouve son origine dans de nombreux facteurs à la fois réglementaires et conjoncturels affectant notamment les teneurs de marché.

La faible standardisation des instruments et une moindre transparence du marché structuré autour des échanges de gré-à-gré peuvent potentiellement peser sur la liquidité intrinsèque de ce marché. Une standardisation des clauses contenues dans les obligations ainsi que l'utilisation plus systématique d'obligations assimilables pour éviter la fragmentation des souches pourraient prendre forme à l'initiative du marché. L'impact attendu de cette standardisation mériterait d'être analysé en prenant en compte les problématiques de microstructure de marché, en particulier dans un contexte de repli des activités de tenue de marché (cf. question 23). Ainsi, à ce stade, une action législative de la part de l'UE sur la standardisation du marché obligataire ne nous paraît pas nécessaire. Le débat sur le sujet devra bien prendre en compte les intérêts des émetteurs, pour lesquels la standardisation pourrait limiter leur capacité à faire coïncider profil de flux de trésorerie avec remboursement des échéances.

Par ailleurs, l'amélioration de la liquidité sur le marché des obligations d'entreprise peut s'envisager soit à travers une utilisation accrue des plateformes électroniques de trading, soit en considérant un retour plus significatif des teneurs de marché. Au vu de la taille habituelle des transactions pour les obligations d'entreprise qui ne se prêtent pas à des échanges sur les plateformes électroniques, la liquidité devrait continuer à largement reposer sur les teneurs de marché**.** La transparence apportée

à ce marché par la directive MiFID II pourrait aussi permettre de faire émerger des modèles de plateformes de négociations originaux, répondant aux nouveaux besoins du marché.

Enfin, il convient de reconnaître que l'activité de tenue de marché repose nécessairement sur des opérations de pension livrée (*repurchase agreement*) et que ces opérations ne doivent pas, par conséquent, être indûment pénalisées par les normes prudentielles. En particulier, dans le cadre de la revue du ratio de levier qui aura lieu en 2016, il conviendra de vérifier que le traitement actuellement prévu pour les pensions livrées n'a pas d'impact indésirable.

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?

L'Union européenne devra en premier lieu continuer d'apporter son soutien à l'élaboration de lignes directrices par le marché qui permettront de donner plus de structure, de transparence et de standardisation, notamment en ce qui concerne les obligations vertes. Cette classe d'actifs voit son marché croitre rapidement et le développement des *Green Bond Principles* contribuera significativement à sa maturation, même si ces principes restent généraux. A cet égard, l'UE devrait engager une réflexion sur la notion d'investissement « vert », notamment en favorisant le rapprochement des nomenclatures existantes.. Symétriquement, l'UE devrait promouvoir un cadre standardisé de *reporting* (extra-)financier pour les entreprises.

Dans un contexte où les épargnants et investisseurs institutionnels sont de façon croissante en quête d'investissements de qualité sur les plans financiers comme sur le plan extra-financier, l'Union européenne pourra apporter son soutien aux initiatives qui existent dans certains Etats membres visant à reconnaitre les produits d'investissement socialement responsables (« *sustainable investment* ») et leurs impacts ESG bénéfiques pour la société. Cette reconnaissance peut prendre des formes diverses, mais la mise en place d'un label européen est une piste à explorer ; les épargnants y gagneraient en lisibilité grâce à une information plus homogène. A cet égard, il semble nécessaire que le règlement EuSEF puisse être modifié pour prendre en compte non seulement les investissements sociaux, mais aussi plus généralement l'investissement ayant un impact positif pour la société et le développement d'une économie durable.

De manière plus générale, une prise en compte des critères ESG dans les décisions d'investissement contribuera à une meilleure adéquation entre les investisseurs et les risques financiers qu'ils sont prêts à prendre afin d'obtenir une allocation plus efficace des capitaux dans l'économie. Mais cette meilleure intégration des critères ESG ne pourra s'appuyer que sur la plus grande disponibilité d'une information pertinente et de qualité fournie par chaque entreprise relative à ses impacts environnementaux, sociaux et en termes de gouvernance. En particulier, une plus grande transparence sur les expositions aux risques extra-financiers contribuerait au développement de l'investissement ESG. La directive sur le reporting non-financier publiée fin 2014 jouera donc un rôle important pour développer le reporting RSE des sociétés cotées européennes et il est important à cet égard que les lignes directrices

que la Commission européenne doit publier en application de la directive soient suffisamment ambitieuses pour fournir un référentiel utile aux sociétés européennes en cours d'élaboration de leur dispositif de reporting RSE.

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?

Le recours aux financements de marché par les entreprises peut être freiné par l'utilisation obligatoire des normes IFRS pour les comptes consolidés, étant donné les coûts importants liés à ce référentiel comptable ainsi que sa complexité. Ces freins sont problématiques : la piste principale pour résoudre ces difficultés nous semble être d'abord de progresser dans la mesure du possible avec l'IASB sur les simplifications envisageables du référentiel IFRS et d'alléger au maximum l'annexe comptable à réglementation constante. Plusieurs initiatives se sont fait jour dans ce domaine qui mériteraient d'être encouragées et approfondies [1] [2] [3] : elles bénéficieraient ainsi à l'ensemble des PME qui appliquent obligatoirement ou facultativement les IFRS.

La proposition du Livre vert est différente : elle intervient alors que la directive comptable unique est en cours de transposition et fait le constat que les référentiels nationaux ne sont pas assez harmonisés. Entreprendre de nouveaux travaux comptables avant même la fin de la transposition et l'évaluation des progrès obtenus en comparabilité grâce à la nouvelle directive risque de créer des difficultés en méthode.

La piste d'un nouveau référentiel, européen, « de haute qualité », simplifié et de moindre coût pour les petites et moyennes entreprises cotées peut néanmoins aussi être explorée à moyen terme, après que l'impact de la nouvelle directive comptable aura été soigneusement évalué. Deux aspects du problème méritent d'être soulignés.

Premièrement, il ne pourrait s'agir que d'un référentiel applicable aux comptes consolidés : la fiabilité juridique et l'interconnexion des comptes sociaux avec la fiscalité des Etats membres imposent de préserver un niveau suffisant de subsidiarité dans l'harmonisation de ces comptes, harmonisation qui a déjà nettement progressé avec la dernière directive comptable (par exemple l'annexe unique pour les PME).

Deuxièmement, un référentiel proprement européen de grande qualité concernant les comptes des PME cotées, établi en vue de contribuer à l'intégration des marchés de capitaux européens, devrait s'appuyer sur le travail d'une autorité publique européenne en charge de la normalisation. Pour la France, il n'est pas envisageable de confier cette tâche à une entité privée, ni d'élaborer ce référentiel dans le cadre de la procédure législative ordinaire, inadaptée au travail de normalisation comptable. La piste de la création d'un normalisateur comptable européen devrait être

[1] EFRAG, ANC, OIC, DRSC, FRC, "Getting a better framework, Bulletin on Complexity", février 2014.
[2] IASB Disclosure Initiative, http://www.ifrs.org/Current-Projects/IASB-Projects/Disclosure-Initiative/Pages/Disclosure-Initiative.aspx
[3] Recommandation n°2012-02 de l'ANC : Modèle d'annexe simplifiée pour les PME en IFRS, http://www.focusifrs.com/content/download/7122/37202/version/1/file/Recommandation2012_R02.pdf

approfondie et constituer un objectif de moyen terme, celle-ci n'ayant été que momentanément écartée par le rapport Maystadt publié en 2014. Cette réforme pourrait être envisagée sérieusement après que les premiers résultats de la réforme de l'EFRAG auront été évalués. Une piste pourrait consister à transformer ce dernier en autorité publique européenne en charge de la normalisation comptable.

Dans l'hypothèse où un tel référentiel serait établi dans le respect des conditions précédentes, il serait davantage harmonisé au niveau européen que les normes comptables nationales sans être aussi contraignant que les normes IFRS, et pourrait devenir l'une des caractéristiques des marchés de croissance de PME. Les PME à forte croissance pourraient attirer une base d'investisseurs plus large grâce à ces normes, sans subir la complexité du référentiel IFRS dès le début de leur accès au marché.

Ce référentiel devrait pouvoir cohabiter avec les normes comptables nationales ou les normes IFRS sur les marchés de croissance de PME. Il pourrait aussi être introduit sur les marchés réglementés sous une certaine taille et sur option. En effet, une limitation aux MTF, ou une obligation d'utiliser ce référentiel dans le cadre des MTF, poserait une difficulté : elle créerait un obstacle à la poursuite du parcours des entreprises du non coté jusqu'au marché réglementé, puisque celles-ci devraient adopter, en passant sur un MTF, le référentiel simplifié puis, au moment du passer sur le marché réglementé, le référentiel IFRS. Or les changements de référentiels comptables sont particulièrement lourds et doivent être limités au maximum. A cet égard, l'expérience française démontre qu'il est au contraire nécessaire d'assurer au maximum un continuum entre MTF et marché réglementé : le MTF Alternext est considéré comme un sas d'accession aux marchés réglementés pour les jeunes entreprises en croissance.

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?

Il convient de bien distinguer ici deux types de plateformes : celles qui exercent une activité de financements en titre (actions, obligations) et celles qui exercent une activité de financement sous forme de prêts :

- les plateformes de titres peuvent déjà bénéficier d'un passeport européen leur donnant accès au marché unique, en vertu de la directive 2004/39/CE concernant les marchés d'instruments financiers (dite MiFID). Cette directive permet par ailleurs aux Etats membres d'offrir aux plateformes la possibilité d'opter pour un statut national, moins contraignant mais limitant l'activité au marché domestique. Le cadre juridique français pour le financement participatif laisse aux plateformes le choix entre ce statut national et un statut européen qui permet aux plateformes de se développer plus largement. Il ressort toutefois des travaux menés au niveau de l'Union européenne, en particulier par l'Autorité européenne des marchés financiers, que des incertitudes demeurent sur les conditions d'application de cette directive au financement participatif, notamment pour déterminer le type de services d'investissement qu'elles proposent. La France considère que le service d'investissement fourni par les plateformes de financement participatif sur

titres est celui du conseil en investissement. La directive 2014/65/UE (dite MiFID II), révisant la directive 2004/39/CE, permettra toujours la mise en place de ce régime national dérogatoire pour le conseil en investissement ;

– l'activité des plateformes de prêts (intermédiation de prêts sans recours à un établissement de crédit) n'est en revanche pas encadrée par le droit communautaire. La création d'un statut européen pour ces plateformes et d'un cadre harmonisé pour leur activité d'intermédiation de prêts est une condition nécessaire de leur développement à l'échelle de l'Union européenne. Il convient de souligner que la seule création d'un passeport ne serait pas suffisante puisque les plateformes devraient tenir compte des nombreux régimes nationaux applicables à l'intermédiation de prêts, ce qui limiterait significativement leur capacité à déployer une activité transfrontalière. A titre d'illustration, c'est le choix qui a été fait dans le cadre de la directive sur le crédit immobilier : le statut d'intermédiaire a été créé en même temps que l'encadrement du régime des crédits.

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?

L'investissement des assureurs dans ces catégories d'actifs peu liquides et non conventionnels est déterminé par la profondeur des marchés concernés, le couple rendement-risque de ces actifs et l'expertise nécessaire à leur gestion. Dans ce contexte, les facteurs prudentiels sont un des leviers permettant de ne pas pénaliser ces investissements.

A cet égard, il est nécessaire d'aller au-delà des derniers aménagements au régime de Solvabilité 2 et de prévoir des réductions ciblées des calibrages des investissements en infrastructure (cf. réponse 12), en capital-risque et de manière générale dans les PME. A titre d'exemple, pour les actions, la définition des investissements stratégiques pourrait être clarifiée, notamment la condition portant sur la volatilité de la valeur de l'investissement peu pertinente pour les investissements dans des titres non cotés, notamment des PME ou des start-ups innovantes pour lesquelles les assureurs peuvent naturellement jouer un rôle d'investisseurs de long terme. Concernant les titres de dette, il pourrait être envisagé de traiter les investissements dans des titres non cotés, peu liquides, en risque de contrepartie et non en risque de marché.

D'une façon générale, il conviendrait que le régime Solvabilité 2 prenne davantage en compte, tant pour les investissements en fonds propres que les investissements en dettes, la structure des passifs d'assurance, en particulier leur duration permettant aux assureurs de jouer un rôle d'investisseurs de long terme, indépendamment des fluctuations court terme des marchés.

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?

Différentes mesures permettant à des fonds de réaliser des économies d'échelle existent déjà (compartiments, structure maître/nourricier transfrontalier). Des divergences d'interprétation d'un Etat membre à l'autre contribuent néanmoins à rendre ces mesures complexes à mettre en place en pratique. L'ESMA pourrait donc jouer un rôle majeur d'harmonisation dans ce domaine.

Par ailleurs, le coût n'est pas toujours le seul enjeu de l'attractivité : les investisseurs recherchent une maximisation de la rémunération nette de coût qui n'est pas forcément améliorée par la mise en place de fonds de grande taille. Les économies d'échelles se traduisent par des baisses de coût de gestion, mais au prix de l'innovation dans les stratégies d'investissement et d'une « standardisation » de la gestion qui peut conduire les investisseurs à s'en détourner.

La réduction des coûts de gestion n'est donc pas un objectif en soi pour parvenir à une union des marchés de capitaux. Au contraire, différents acteurs présents sur le marché ont déjà maximisé leurs économies d'échelles de par leur présence sur les marchés mondiaux et leur taille (fonds américains par exemple) ; la concurrence de ces fonds fait que la concurrence par les coûts n'est pas intéressante pour des acteurs d'une taille plus réduite et qui se distinguent plutôt par leurs stratégies de gestion.

Ces acteurs pourront d'autant mieux accroitre leur activité dans l'Union qu'ils ne font pas face à une concurrence par les coûts d'une industrie déjà implantée sur d'autres marchés.

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?

La révision du traitement prudentiel prévu par Solvabilité II pour l'investissement des assureurs dans les infrastructures devrait intervenir à un horizon le plus rapproché possible. Cette révision ne devrait pas se limiter à la simple définition d'une classe ou d'une sous-classe d'actifs mais comprendre un volet quantitatif sur le paramétrage des chocs à appliquer pour le calcul du capital de solvabilité requis :

- s'agissant de la définition de la classe d'actifs, il conviendrait de ne pas prévoir de critères trop limitatifs qui excluraient un grand nombre de projets, en particulier ceux fondés sur le secteur ou sur des notations externes de crédit (il est préférable de se reposer davantage sur le cadre de gestion des risques déjà instauré par Solvabilité II). De manière générale, l'objectif devrait être de promouvoir l'investissement dans des nouveaux projets d'infrastructures (*greenfield*), dès la signature et la structuration de ceux-ci (comprenant ainsi la

phase de construction), sans se limiter au refinancement d'infrastructures existantes (*brownfield*) ;

- s'agissant du volet quantitatif, la révision du paramétrage devrait concerner tant l'investissement en fonds propres qu'en dette. Elle devrait tenir compte du caractère sécurisé des flux financiers des projets d'infrastructures dans la durée ainsi que des dispositifs de garantie.

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

Le marché de la retraite est encore très largement organisé selon des spécificités propres à chaque Etat membre, en particulier l'existence d'un régime de retraite publique obligatoire et sa portée. La retraite supplémentaire couvre ainsi, selon les Etats membres, des besoins très différents, ne correspondant pas à l'existence d'un véritable marché unique de la retraite.

Néanmoins, différents facteurs exogènes, dont l'allongement de l'espérance de vie, sont susceptibles d'entrainer en Europe une demande croissante et forte de produits de retraite.

Sous réserve des difficultés mentionnées précédemment, il pourra être utile d'examiner l'opportunité d'introduire un produit d'épargne retraite de long terme standardisé. Il conviendra néanmoins qu'une telle initiative prenne correctement en compte la nécessaire protection des épargnants.

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?

Force est de constater que les règlements EuVECA et EuSEF n'ont eu qu'un succès limité auprès des investisseurs, non pas en raison de la difficulté de création de ces fonds, mais en raison du faible intérêt des investisseurs eux-mêmes.

A court terme, permettre aux gestionnaires dont les actifs dépassent 500 millions d'euros de gérer des EuSEFs ou EuVECAs pourrait favoriser l'utilisation de ces labels.

A plus long terme, une refonte en profondeur de ces règlements, reposant sur l'analyse détaillée des raisons de leur faible succès et la valeur ajoutée des labels EuSEFs et EuVECAs, est nécessaire.

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?

Si le financement en capital-risque en Europe a montré depuis deux ans des signes de dynamisme encourageants, le montant total engagé reste encore modeste

comparé au niveau de l'activité aux Etats-Unis, qui repose sur un écosystème plus mature.

L'un des facteurs limitant l'expansion du capital-risque européen est le manque d'opportunités de sortie pour les fonds en phase amont (« *early stage* »), qu'ils s'agissent d'introduction en bourse, d'acquisition par un industriel ou de reprise par un fonds de capital-investissement de plus grande capacité.

Les opérations d'acquisitions de start-ups sont souvent réalisées par des grandes entreprises extra-européennes et notamment américaines, en particulier dans le numérique. Il conviendrait donc d'encourager les grandes entreprises européennes à davantage jouer un rôle d'intégrateur des « briques » susceptibles d'améliorer leur compétitivité. L'investissement des grandes entreprises dans des fonds de capital-risque (« *corporate venturing* ») peut être utilement incité car c'est pour les premières une manière de développer leur veille et ainsi d'anticiper les évolutions du marché, et pour les seconds un moyen de diversifier leur collecte et de bénéficier de l'expertise d'industriels.

Par ailleurs, l'émergence de fonds multi-pays voire européens de taille importante (fonds de « *late stage* » ou de « *growth* »), capables de réaliser des opérations de capital-investissement de grande envergure (tours de table supérieurs à 10-15 M€), constitue une alternative essentielle pour permettre aux entreprises européennes de devenir des leaders mondiaux, l'entrée en bourse n'étant pas dans tous les cas un mode de sortie possible ou le mode de sortie le plus approprié. L'intégration du marché européen (réglementation, fiscalité, marchés visés par les entreprises cibles) est à cet égard crucial car l'international est l'échelon pertinent pour ce type de fonds, aujourd'hui pour une grande part américains. Une stratégie d'investissement multi-pays permet aux gestionnaires de bénéficier d'un flux d'affaires plus large, d'accompagner le développement des entreprises investies à l'international, et d'offrir lors des investissements des possibilités de syndication plus larges. Par ailleurs, du fait de la crédibilité de leur thèse d'investissement et de l'importance des montants levés, des fonds de taille très importante seront plus à même d'intéresser les investisseurs institutionnels internationaux, qui représentent aujourd'hui une part faible des souscriptions (l'investissement public a pris en Europe la première place des « LP »), comparé aux Etats-Unis par exemple.

De manière générale, la fragmentation du marché du capital-investissement européen a un impact négatif sur les performances moyennes du fait de l'importance des coûts fixes requis pour assurer des investissements et un suivi des participations dans la durée de qualité. Par ailleurs, les opportunités de sortie offertes par les grands fonds fournissent de la liquidité et de la rentabilité pour les fonds positionnés sur les premiers tours de financement, améliorant l'attractivité de la classe d'actifs. Il convient donc d'orienter les politiques publiques d'intervention directe, en fonds de fonds ou en direct, dans le sens d'une meilleure structuration du paysage des fonds, tout en veillant cependant à maintenir sur les segments amonts des fonds en présence et en diversité suffisantes, notamment dans les pays les plus mal desservis par le marché. La France entend d'ailleurs que ce soit un axe structurant du plan d'investissement européen.

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 ?

Le droit communautaire (paquet CRR/CRD IV) n'interdit pas qu'une activité de crédit soit exercée en dehors du système bancaire. Il n'existe cependant pas, à ce stade, de cadre européen pour l'exercice d'une telle activité qui présente plusieurs risques :

- risques pour le prêteur : asymétrie d'information, manque d'expertise spécifique, risque de contagion, incapacité à diluer les risques avec des expositions trop significatives, et, pour les entreprises, contrariété avec leur objet social qui doit rester au premier chef la production de biens ou services, rigidification de leur bilan avec des actifs non utiles à leur cycle de production, prise d'expositions non liées à leur secteur ou cycle économique ;
- risques pour l'emprunteur : pratiques de taux anormalement élevés, accroissement de la dépendance économique vis-à-vis d'un fournisseur ou client ;
- risques vis-à-vis des tiers créanciers : déconnexion des risques représentés par un débiteur par rapport à son secteur d'activité ;
- risques vis-à-vis du secteur bancaire : problème d'équité de concurrence entre acteurs bancaires et non bancaires dans l'hypothèse où le crédit non-bancaire ne serait pas régulé, risque d'augmentation des taux pratiqués (du fait d'une potentielle augmentation des pondérations sur les crédits aux entreprises si ces dernières peuvent financer une activité de crédit par de la dette), risque d'anti-sélection des risques au détriment du secteur bancaire.

Une réflexion pourra être menée au niveau européen sur un encadrement harmonisé de l'activité de crédit en-dehors du système bancaire, en se concentrant dans un premier temps sur les questions soulevées par le développement du *crowdfunding* et la définition, le cas échéant, d'un statut et d'un cadre européen pour les plateformes de prêts.

Concernant spécifiquement les assureurs, la directive Solvabilité II n'instaure aucune limitation réglementaire à l'investissement qui doit dorénavant satisfaire aux exigences de gouvernance contenues dans le principe de la « personne prudente ». La réflexion concernant le traitement prudentiel applicable à ces prêts doit toutefois se poursuivre pour parvenir à des chargements en capital adaptés à ce type d'actif. Par ailleurs, il convient également de souligner l'existence d'autres obstacles au développement des prêts octroyés par les assureurs, notamment de nature opérationnelle : difficultés d'accès à l'information, nécessité de développer une expertise spécifique. Les coûts que cela peut engendrer pour des acteurs non bancaires nécessitent que l'activité de prêts atteigne une certaine taille critique. Ceci peut inciter les assureurs au développement d'initiatives mutualisées pour l'investissement en prêts, notamment à l'égard d'entreprises de taille intermédiaire.

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

La faible participation transfrontalière aux OPCVM s'explique largement par la faible incitation pour les investisseurs à se tourner vers des OPCVM d'autres Etats

membres. En effet, paradoxalement, l'absence de barrière en Europe se traduit par des niveaux de frais de mise en place et de gestion très faibles pour les OPCVM. Les investisseurs n'ont donc pas réellement d'incitation à se diriger de façon transfrontalière vers d'autres produits.

Par ailleurs, un investisseur qui voudrait se tourner vers un OPCVM commercialisé depuis un autre Etat membre ne se heurterait pas à des barrières à l'accès, mais à des barrières de fonctionnement. En particulier, le coût très élevé de mise en place et d'exécution des opérations courantes transfrontière est un obstacle réel : celui-ci est dû à la grande complexité et aux insuffisances des infrastructures de marché pour ce type d'opération. Une réflexion est nécessaire sur les moyens qui permettraient de simplifier et améliorer les infrastructures de marché pour ce type d'opérations.

Le marché est en outre encore largement structuré autour de réseaux de distribution organisés autour de groupes bancaires, qui comportent un biais national fort.

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

Les Autorités européennes de supervision disposent à ce stade déjà de pouvoirs puissants, mais qui ne sont pas tous effectivement mis en œuvre (cf. question 25). Une emphase particulière devrait être mise sur la protection des consommateurs et des investisseurs lors de la prochaine revue des AES.

La France accorde par exemple une attention particulière à la bonne régulation des produits financiers dangereux à destination de clientèles non professionnelles, comme les plateformes de Forex. La coordination au niveau européen est nécessaire pour apporter une réponse cohérente à ces problèmes largement partagés au niveau du marché unique, via la distribution par plateformes électroniques.

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?

Sur un plan macro-économique, l'épargne est relativement abondante au sein de l'UE, malgré les différences pouvant exister entre Etats membres. L'enjeu réside donc davantage dans la bonne orientation de cette épargne vers les secteurs les plus productifs que dans l'augmentation du stock global d'épargne.

La question posée est en réalité double, mentionnant à la fois (i) l'augmentation de la participation des particuliers aux marchés de capitaux européens et (ii) les moyens de donner plus d'autonomie et de protection aux particuliers sur ces marchés.

(i) Augmentation de la participation des particuliers aux marchés de capitaux européens :

L'orientation des flux d'épargne des particuliers vers les investissements directs en actions sur le long terme peut se faire par la mise en place de schémas incitatifs, notamment fiscaux. Ainsi, en France, les plans d'épargne action (PEA) et les plans d'épargne action PME (PEA-PME) permettent de mobiliser une part substantielle de l'épargne des ménages (représentant environ 90 Mds d'euros) vers les

investissements en actions. L'incitation fiscale n'est pleinement opérationnelle qu'au bout de quelques années, ce qui assure un actionnariat de long terme, propice à l'accompagnement dans la durée du développement des entreprises.

Le développement du financement participatif pourrait également contribuer à augmenter l'investissement des particuliers.

(ii) Moyens de donner plus d'autonomie et de protection aux particuliers sur ces marchés :

La confiance des consommateurs envers les marchés de capitaux doit être suscitée par la bonne régulation de ces marchés, avec des règles adaptées aux différentes catégories de clientèle. Ce cadre protecteur pour les consommateurs doit être complété par une meilleure éducation financière. Une initiative européenne pour promouvoir l'éducation financière pourrait ainsi se justifier dans le cadre des travaux sur l'Union des marchés de capitaux.

Le rôle des intermédiaires et des conseillers est aussi crucial pour que des produits adaptés aux besoins des consommateurs leurs soient proposés. A cet égard, la diversité des modèles de distribution au sein de l'Union européenne doit être préservée, étant donné qu'il ne s'agit pas d'une barrière au développement d'un marché de produits plus intégré. Au contraire, certaines spécificités nationales dans les modèles de distribution des produits d'investissement peuvent permettre de répondre aux contraintes propres au pays : réseau de distribution présent en zone faiblement peuplée, demande des clients pour avoir accès à un rendez-vous physique, accès au conseil pour les consommateurs de la classe moyenne. Les commissionnements, quand l'encadrement et les conditions de transparence sont suffisamment stricts, peuvent être une solution appropriée pour favoriser les investissements des particuliers sur les marchés.

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?

Il nous semble important de bien distinguer les produits d'investissement simples des produits transparents, ces deux caractéristiques n'étant pas similaires. La demande de transparence de la part des consommateurs ne doit donc pas être uniquement considérée sous l'angle de la simplification des produits. La réglementation au niveau européen ne doit pas implicitement inciter à la création d'un marché à deux vitesses, où ne seraient proposés aux consommateurs que des produits simples, uniquement différenciés par une concurrence par les coûts, alors que les investisseurs professionnels auraient accès à un panel de stratégies d'investissement beaucoup plus sophistiquées.

La France a ainsi mis en place des instances consultatives afin de renforcer l'information des consommateurs en matière de produits financiers et d'encourager le développement de produits, éventuellement sophistiqués, facilement compréhensibles des consommateurs.

Par exemple, il existe un Comité consultatif du secteur financier (CCSF), créé par la loi du 1er août 2003 de sécurité financière, dont le champ de compétence s'étend à

l'ensemble du secteur financier : les établissements de crédit, les assurances, y compris les courtiers d'assurance, agents généraux et intermédiaires en opérations de banque et services de paiement, et les entreprises d'investissement, quelles que soient les clientèles concernées, particuliers ou entreprises.

Le CCSF est chargé d'étudier les questions liées aux relations entre les entreprises du secteur financier et leurs clientèles, et de proposer toutes mesures appropriées dans ce domaine, notamment sous forme d'avis ou de recommandations d'ordre général. Le Comité est également chargé de suivre l'évolution des pratiques des établissements de crédit et des établissements de paiement en matière de tarifs pour les services offerts à leurs clients personnes physiques n'agissant pas pour des besoins professionnels.

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?

Cette question comporte deux aspects distincts, la compétitivité internationale des acteurs financiers de l'Union européenne d'une part, et la capacité de l'Union à attirer des investisseurs d'autre part.

Sur le premier aspect, trois propositions pourraient être formulées :

- l'Union européenne devrait pouvoir peser davantage au sein des instances d'élaboration des normes internationales de régulation financière (G20, Conseil de Stabilité Financière, Comité de Bâle, OICV, IAIS, IASB) afin de promouvoir son appréciation des risques et ses modèles économiques, lorsqu'elle considère que ceux-ci sont fondés. Pour atteindre cet objectif, une meilleure coordination des positions européennes apparaît nécessaire. Plus largement, une réflexion est nécessaire sur le poids de l'UE dans la définition des normes de régulation financière internationales ;
- lors de la transposition de ces normes internationales, l'Union européenne devrait veiller à les adapter aux caractéristiques de son marché intérieur afin d'au moins maintenir sa compétitivité et son attractivité. L'efficience et la résilience du système financier européen s'en trouveraient renforcées, ce qui devrait accentuer l'intérêt des investisseurs, notamment étrangers ;
- l'Union européenne devrait s'opposer à l'émergence d'une régulation financière à deux vitesses, l'une pour les pays avancés, l'autre pour les pays en voie de développement. Les marchés et les acteurs financiers sont internationaux et la probabilité d'émergence de nouveaux risques potentiellement systémiques est plus grande dans les zones où les systèmes de supervision sont les moins renforcés. Un système différencié selon des zones géographiques n'ayant pas des systèmes de supervision équivalents ne parait donc pas opportun et risquerait d'engendrer une migration de certaines activités en dehors de l'Union européenne pour bénéficier des arbitrages réglementaires qui ne manqueraient pas d'émerger.

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?

La taille du marché européen attire les acteurs financiers de pays-tiers et un grand nombre de règlements ou directives de l'Union européenne contiennent des dispositions permettant à ces acteurs d'accéder au marché européen et donc de faire concurrence aux acteurs financiers de l'Union européenne.

En contrepartie, dans une logique de réciprocité, les acteurs financiers de l'Union européenne doivent pouvoir accéder à leur tour aux marchés de ces pays-tiers. Compte tenu du fort degré de concurrence internationale dans les services financiers et de l'existence d'économies d'échelle (notamment en termes de gestion d'actifs ou d'infrastructures de marché), une telle réciprocité effective est indispensable pour conserver des acteurs financiers européens à même de mettre en œuvre l'union des marchés de capitaux.

Ceci constitue un effort structurant de long-terme. Dans un premier temps, la Commission européenne pourrait donc effectuer un bilan des clauses d'accès au marché européen pour les acteurs de pays-tiers et de leur caractère réciproque ou non, que ce soit sous l'angle du droit ou de la pratique, en se fondant notamment sur ce dernier point sur une consultation de l'industrie financière européenne.

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?

Les plateformes de négociation transparentes, dont l'accès est non-discriminatoire, ont un rôle essentiel pour l'efficacité des marchés et la bonne formation des prix. Le marché des actions, historiquement structuré autour des bourses, doit maintenir un haut niveau de transparence et d'efficacité. Cela passe notamment par un encadrement approprié des dérogations aux règles de transparence et de négociation sur plateformes. Des règles équivalentes doivent aussi s'appliquer entre les différents types de plateformes de négociation (marché réglementé, système multilatéral de négociation, système organisé de négociation) afin d'éviter les arbitrages réglementaires.

Le marché des obligations est lui majoritairement constitué d'échanges non transparents ayant lieu de gré-à-gré. Une première étape dans la meilleure connaissance de ce marché sera la mise en place du nouveau régime de transparence de la directive MiFID II. A plus long terme, suivant la structure de marché observée grâce à ce régime de transparence, et selon les solutions de marché proposées par des plateformes de négociation pour les instruments obligataires, il conviendrait d'examiner la possibilité d'inciter, éventuellement par voie réglementaire, la migration des échanges sur plateformes multilatérales et transparentes.

Les fournisseurs consolidés de données permettent aux investisseurs de disposer d'une vision consolidée du marché européen, essentielle pour prendre des décisions avisées. Afin d'obtenir l'exhaustivité des données sur la classe d'instrument considérée, la mise en place d'une infrastructure publique pourrait s'avérer

nécessaire. Un système de délégation de service public au niveau européen, suite à un appel d'offre compétitif, permettrait sans doute de répondre à l'impératif d'exhaustivité tout en s'assurant de l'efficacité du dispositif.

La liquidité des actions admises à la négociation sur une plateforme multilatérale est aussi conditionnée par la part du flottant. Cela est d'autant plus vrai pour les actions émises par les PME/ETI, pour lesquelles un flottant trop faible implique un volume d'actions potentiellement négociables très faible, réduisant d'autant l'intérêt des investisseurs de plus grande taille. L'adoption d'une règle au niveau européen pour fixer un niveau minimum de flottant pour l'admission à la négociation sur les marchés de croissance de PME contribuerait sans doute à améliorer les conditions de liquidité des actions émises par les PME/ETI.

Enfin, il convient de souligner que dans le but de favoriser le développement de marchés liquides et résilients, il sera nécessaire de s'assurer que les acteurs de marché sont à même de jouer pleinement leur rôle d'apporteurs de liquidité sur base régulière sur les instruments concernés. Ceci plaide pour une approche proportionnée des réglementations futures visant ces acteurs et l'environnement dans lequel ils évoluent, ainsi qu'une revue des législations existantes ou en cours de négociation (en particulier sur les réformes de structure bancaire).

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

Afin d'assurer une juste concurrence entre acteurs sur le plan de la localisation des entreprises, une réflexion sur le *level-playing field* pourra être engagée afin de limiter les distorsions comme des subventions à la localisation ou des avantages fiscaux, par exemple dans le domaine des sociétés de gestion.

En outre, il conviendrait de veiller non seulement à la complétude du corpus de règles, mais aussi à leur bonne et uniforme application en Europe, en veillant à éviter une harmonisation par le moins-disant réglementaire. A cet effet, les règlements sont dans la mesure du possible à privilégier sur les directives.

Quand les traités imposent l'adoption d'une directive, une meilleure coordination entre Etats membres dans les choix des options de transposition pourrait sans doute être mise en place, sans préjudice de la compétence nationale de chaque Etat membre.

Enfin, la procédure d'élaboration des normes techniques de réglementation ou d'exécution pourrait être améliorée, à droit constant, par une meilleure transparence, coopération et coordination des différentes institutions européennes. C'est pourquoi la France prend activement part à la révision de l'accord interinstitutionnel « Mieux légiférer » de 2003, et accueille favorablement les propositions récentes de la Commission européenne de faire une analyse d'impact et une consultation publique pour tout acte délégué ou norme technique importante, ainsi que d'approfondir ses interactions avec les colégislateurs en amont de l'adoption de la norme.

Par ailleurs, il apparaît impératif de prévoir la mise en place d'un mécanisme de systématisation de la consultation des experts des Etats membres sur un projet d'acte délégué et, le cas échéant, une nouvelle consultation en cas de modification

avant son adoption. La capacité pour les colégislateurs d'objecter à un projet d'acte délégué est indispensable pour le bon fonctionnement de cet outil et devrait être garantie. La révision des clauses-types relatives à ces actes devrait donc être opérée. Il conviendrait aussi de préciser les critères présidant au choix entre actes de base, actes délégués et actes d'exécution et l'obligation pour la Commission de motiver le recours à l'une ou l'autre de ces possibilités pour chaque acte, à la lumière de ces critères, dans le cadre des études d'impact. Il faut également mettre en place un registre des actes délégués pour renforcer l'information et la transparence autour de ces derniers. Enfin, il serait utile que le Conseil puisse pleinement exercer son droit d'objection aux propositions de la Commission, sans devoir objecter sur un regroupement de plusieurs habilitations de niveau 1 (bundling).

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?

Les autorités européennes de surveillance disposent de compétences et d'outils puissants. Elles peuvent temporairement interdire ou restreindre certaines activités financières qui menacent le bon fonctionnement et l'intégrité des marchés financiers ou la stabilité du système financier européen. Les autorités nationales et les acteurs des marchés financiers « mettent tout en œuvre pour respecter » les orientations et recommandations qu'elles émettent, et dans le cas contraire, les autorités nationales sont soumise à la règle « appliquer ou expliquer » (*comply or explain*), de manière potentiellement publique. Le volume de ces orientations et recommandations émises par les Autorités de Surveillance Européennes mériterait toutefois d'être contenu afin de ne pas faire peser sur les acteurs une « avalanche » réglementaire, difficile à suivre pour eux et parfois contre-productive. Une procédure d'enquête est prévue en cas de violation du droit de l'Union européenne. Une procédure de conciliation et de règlement des différends entre autorités nationales sur les situations transfrontalières a été créée et l'autorité européenne dispose, dans certaines conditions, de la compétence pour imposer une décision aux autorités nationales. Cette procédure (dite de « *binding mediation* ») est une pièce importante de l'équilibre d'autant qu'elle est activée à la majorité simple du conseil. Enfin, le rôle d'élaboration des normes est central pour l'établissement du « règlement uniforme ».

A court terme, il y a un enjeu fort dans la pleine mise en œuvre effective de tous les pouvoirs et compétences des autorités européennes de surveillance. Il faut assurer une harmonisation beaucoup plus poussée des pratiques de supervision.

L'important, au moins pour une première étape de l'Union des marchés de capitaux, sera donc de poursuivre le déploiement des pouvoirs existants des autorités. C'est pourquoi le Conseil de l'Union européenne a « salu(é) les suggestions de la Commission [*proposées dans un rapport de revue du 8 août 2014*] concernant les améliorations à apporter à bref délai aux autorités européennes de surveillance » dans ses conclusions du 7 novembre 2014. La pleine mise en œuvre des compétences des autorités européennes en matière de revues par les pairs sera un point essentiel. A titre d'illustration, la France sera particulièrement attentive au caractère exigeant de la revue en cours sur les procédures de visa des différents

Etats membres pour les prospectus d'offres au public de titres financiers. Il serait aussi utile de renforcer le rôle du Comité mixte des trois autorités européennes, notamment par l'établissement d'un site internet propre et la publication systématique de ses travaux.

Assurer la bonne mise en œuvre des prérogatives actuelles des autorités européennes suppose également qu'elles disposent des moyens humains et financiers pour mener à bien leurs missions. La France est sensible aux demandes budgétaires des autorités européennes, sensibilité partagée par le Conseil de l'Union européenne. La possibilité pour les autorités, en particulier pour l'Autorité européenne des marchés financiers, de commercialiser des données à caractère public dont elles disposeront dans le cadre de leurs missions pourrait être étudiée. Sans préjuger de sa position finale, la France pourra étudier toute proposition qui pourra être faite sur ce sujet, et ce si possible en amont du délai fixé à fin 2016.

Enfin, un domaine spécifique où la question de l'extension des compétences européennes en matière de supervision se pose très clairement est celui de la comptabilité et de l'audit. La précédente Commission européenne avait proposé l'extension des compétences de l'Autorité européenne des marchés financiers en matière d'audit sans que cela ne puisse aboutir. Une réforme de l'European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG), association privée émettant des avis lors de l'adoption des normes comptables européennes (International Financial Reporting Standards – IFRS), a en outre été initiée. Elle pourrait toutefois se révéler insuffisante et les autorités européennes de surveillance ont pris position en faveur de la constitution d'une autorité publique européenne spécifique en la matière. Le besoin d'une supervision et d'une normalisation plus intégrées au niveau européen apparaît de plus en plus prégnant dans le domaine de l'audit, des normes comptables voire, plus largement, de la valorisation des instruments financiers. En outre, la création d'une autorité européenne dédiée permettrait de renforcer l'influence de l'Union européenne sur le plan international, en particulier face au normalisateur comptable américain.

Dans une perspective de plus long terme, il sera utile de mener une réflexion ouverte, pour chaque grande catégorie d'activité de marché, sur l'amélioration de leur supervision au niveau européen, y compris en envisageant une unification de la supervision lorsque cela apparaîtra nécessaire.

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?

Sur un plan opérationnel, la mise en place progressive de Target 2-Securities va considérablement faciliter les échanges transnationaux de titres en faisant converger le coût et la complexité des opérations de règlement-livraison transfrontaliers vers ceux des opérations purement nationales.

Sur un plan juridique, si des modifications ciblées de certaines règles relatives à la détention de titres sont identifiées, il conviendra de bien évaluer (i) le bénéfice attendu en termes d'investissements transfrontaliers et (ii) les conséquences de ces modifications, notamment en termes de protection des investisseurs.

Dans un contexte de développement et de renforcement de l'intégration des marchés financiers dans l'Union européenne qui doit être bénéfique pour le financement des entreprises mais peut également faciliter la transmission des risques au sein de l'Union, il convient de rester vigilant à ce que le droit des titres assure le meilleur niveau de protection des investisseurs finaux.

En France, comme dans de nombreux autres Etats membres, seul l'investisseur final est titulaire des droits de propriété relatifs aux titres qu'il détient. Cette caractéristique est essentielle pour assurer la confiance sur les marchés et donc pour accroître l'appétit des investisseurs pour les marchés.

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?

Comme indiqué à la réponse n°26, la mise en place progressive de Target 2-Securities va considérablement faciliter les opérations de règlement-livraison transfrontalières et donc la constitution de garanties financières transfrontalières sous la forme de transfert de propriété de titres (qui implique un règlement-livraison).

S'agissant des accords de compensation avec déchéance du terme dans les domaines bancaire et financiers, un progrès important pourrait consister à faire en sorte qu'en cas d'insolvabilité d'une partie à ces accords, la loi du lieu d'ouverture de la procédure d'insolvabilité prévale sur la loi applicable à ces accords.

Par ailleurs, dans le domaine bancaire, il est nécessaire de poursuivre les efforts de reconnaissance statutaire des actions de résolution entre les différentes juridictions. La directive BRRD dissipe toute incertitude juridique en la matière entre deux Etats membres de l'Union européenne. Néanmoins, des accords de reconnaissance seraient souhaitables avec les autorités hors UE, et il serait opportun que de tels accords soient conclus par l'UE dans son ensemble.

Une telle évolution réduirait le *law shopping* (délocalisation des contrats vers les Etats où le droit de la faillite est le plus conciliant) et par conséquent l'entrave à l'application du droit de la faillite local, ce qui serait favorable à la prévisibilité pour les créanciers des entreprises et permettrait donc d'encourager l'investissement transfrontalier (cf. réponse 29).

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?

En matière de droit des sociétés, un obstacle important à l'intégration est lié à la difficulté de créer une société dans un autre Etat membre, du fait du développement insuffisant de l'immatriculation en ligne. La France rend possible une telle immatriculation en ligne pour l'ensemble des sociétés commerciales, ce qui n'est pas le cas dans tous les Etats membres. Cette possibilité n'est pas non plus systématiquement ouverte pour la société européenne. Le projet de directive sur la société unipersonnelle à responsabilité limitée cherche à remédier à cette situation

en ce qu'elle vise notamment à rendre possible l'immatriculation électronique de cette forme de société dans tous les Etats membres. La France souhaite cependant le maintien d'une marge de manœuvre pour les Etats quant aux informations relatives à l'immatriculation pour permettre à chacun de conserver les dispositions imposées pour des raisons d'ordre public, notamment pour lutter contre les fraudes et le blanchiment. Dans la continuité de cette initiative, il serait souhaitable d'envisager la généralisation de l'immatriculation électronique pour toutes les sociétés commerciales au sein de l'Union européenne, tout en garantissant la sécurité juridique de ces opérations, le maintien d'un haut niveau de publicité légale pour protéger les intérêts tant des associés que des tiers et la possibilité d'un contrôle public, notamment de l'identité des personnes souhaitant créer une société, lors de l'immatriculation.

Des mesures visant à faciliter la mise en œuvre des fusions mais aussi des scissions transfrontalières pourraient également être utiles. Les résultats de la consultation que la Commission européenne a menée récemment pourraient fournir des éléments utiles à cet égard.

A l'inverse, les mesures visant à faciliter le transfert transfrontalier des sièges sociaux paraissent difficiles à envisager au regard des divergences persistantes au sein des Etats membres au sujet de la question de la non-dissociation du siège statutaire et de l'administration centrale, qui est un point essentiel pour les autorités françaises.

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

Les Etats membres possèdent des droits sur l'insolvabilité qui présentent des différences importantes. Certains d'entre eux, comme la France, privilégient la pérennité de l'entreprise et la sauvegarde de l'emploi, alors que d'autres pays comme le Royaume-Uni accordent davantage d'importance au sort des créanciers. Il s'agit donc, pour l'essentiel, de choix de politiques publiques relevant de chaque Etat membre.

De manière générale, une telle harmonisation n'est d'ailleurs pas un préalable indispensable à l'émergence d'un marché paneuropéen des capitaux :

- dans le contexte actuel, il s'agit avant tout de développer l'investissement en actions qui est par construction peu sensible aux lois sur l'insolvabilité ; une harmonisation des lois sur l'insolvabilité n'aurait qu'un impact marginal sur la capacité des investisseurs d'un Etat membre à prendre des participations dans des PME-ETI localisés dans d'autres Etats membres.

- pour les marchés de dette, les lois sur l'insolvabilité ont plus d'importance, une première étape pourrait consister à effectuer un recensement des règles d'insolvabilité, ainsi que des différents types de sûretés existantes, dans chacun des Etats membres : ceci augmenterait la prévisibilité des taux de recouvrement des créances en cas de faillite pour les investisseurs.

Sur le plus long terme, plusieurs harmonisations ciblées pourraient être envisagées :

- harmonisation de la prise en compte, dans le cadre d'une procédure d'insolvabilité, des accords de subordination et de couverture des risques conclus avant l'ouverture d'une procédure par les créanciers ;
- une harmonisation de la hiérarchie des créanciers pourrait s'avérer souhaitable s'agissant des établissements de crédit et des entreprises d'investissement. En effet, la hiérarchie des créanciers en insolvabilité détermine, en grande partie, la hiérarchie des créanciers en cas de procédure de résolution. Or le régime de résolution, telle qu'il a été mis en place par la directive BRRD, constitue désormais l'outil principal pour gérer une nouvelle défaillance bancaire. L'absence de cohérence et de visibilité dans la hiérarchie des créanciers serait particulièrement inconfortable au sein de l'Union bancaire, à la fois pour l'autorité de résolution unique (qui couvre désormais l'intégralité des établissements de crédit de la zone), en particulier en cas de résolution d'un groupe transfrontalier, et pour les investisseurs qui seraient confrontés à des réalités très différentes en matière de séniorité et de leur participation potentielle au *bail-in* au sein des titres communément considérés comme de la dette senior non sécurisée;
- réflexion sur l'harmonisation du droit des sûretés et de leur articulation dans le cadre d'une procédure collective, sous réserve du traitement des créances salariales ;
- au-delà, des travaux d'harmonisation de mesures procédurales plus techniques (par exemple concernant la procédure de déclaration de créances) pourraient être envisagés ;
- l'application aux clauses de compensation avec déchéance du terme du droit du lieu d'insolvabilité (cf. question 27) renforcerait également la prévisibilité pour les investisseurs ;
- réflexion sur la création d'un droit privé communautaire de l'insolvabilité.

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?

La France partage le diagnostic de la Commission sur la nécessité de lutter contre les entraves fiscales à la mobilité et aux investissements transfrontières.

Concernant la fiscalité, la France partage également le diagnostic de la Commission sur la nécessité de recourir à des incitations fiscales aux activités de recherche et développement pour stimuler le financement de l'innovation qui apparait souvent lacunaire, du fait notamment d'un manque de garanties financières pour ce type d'entreprises innovantes.

Par ailleurs, aucune barrière fiscale transfrontalière majeure spécifique au cas français freinant ses flux de capitaux n'a été identifiée.

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?

Le pouvoir réglementaire dont disposent les institutions européennes ne peut sans doute pas à lui seul contribuer au développement de nouvelles technologies, mais peut jouer un rôle crucial dans l'accompagnement de leur mise en place.

Le temps caractéristique du cycle réglementaire européen étant souvent incompatible avec la création de nouveaux textes dès que les pratiques de marché évoluent, il apparait essentiel de prévoir des clauses de revue suffisamment souples pour les textes existants. Des revues plus fréquentes, documentées par des chiffres acceptés par les régulateurs et l'industrie, contribuerait sans doute à un plus grand dynamisme de la régulation européenne, et donc de l'industrie.

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?

La gestion des risques par les instruments dérivés n'est pas abordée dans cette consultation et nous semble néanmoins importante pour l'établissement d'une union des marchés de capitaux.

Les instruments dérivés sont essentiels au bon fonctionnement des marchés financiers. Ils permettent en effet aux émetteurs, aux intermédiaires et aux investisseurs de couvrir leurs risques.

Au niveau européen, le marché des instruments dérivés européen est soumis à des règles largement harmonisées, en particulier depuis le règlement EMIR et le paquet MIFID II / MIFIR, ayant pour objectifs d'assurer (i) une maîtrise appropriée des risques liés à ces instruments dérivés, avec en particulier la promotion de la compensation centrale et (ii) une meilleure transparence de ces instruments, avec la négociation sur plateforme des instruments les plus liquides et l'obligation de déclarer les transactions auprès de référentiels centraux.

Par ailleurs, la Commission européenne est en train de préparer un texte sur la résolution des chambres de compensation, afin de limiter les conséquences négatives que pourrait avoir la défaillance d'une chambre de compensation sur les marchés. Il conviendra de veiller à ce qu'une telle initiative soit abordée de manière cohérente avec l'objectif de promouvoir la compensation centrale, ce qui suppose en particulier de préserver la viabilité des modèles économiques des chambres de compensation.