



ASSOCIATION  
FRANÇAISE  
DES MARCHÉS  
FINANCIERS

# UN NOUVEL ÉLAN POUR DES MARCHÉS À MÊME DE RÉPONDRE AUX BESOINS DE FINANCEMENT DE L'UNION EUROPÉENNE

**Quelles priorités pour les marchés de capitaux de l'UE ?**

2 janvier 2024

AMAFI / 23-88

Avec l'Union des marchés de capitaux (UMC), un projet initié en 2015, l'Union européenne poursuit l'objectif de développer des marchés de capitaux européens plus intégrés et plus profonds. L'AMAFI soutient<sup>1</sup> cette initiative depuis son lancement en soulignant son importance pour le financement de l'économie de l'UE.

Bien que certains progrès aient été réalisés au cours des neuf années qui ont suivi l'adoption du premier plan d'action de l'UMC et sa refonte il y a trois ans, les marchés de capitaux doivent encore gagner en profondeur et en compétitivité. Ils devraient être davantage en mesure de contribuer à la prospérité de l'UE en couvrant une plus grande part de ses besoins de financement, qui sont massifs du fait de la transition écologique, de la révolution numérique et du vieillissement de la population. Cet enjeu est plus crucial encore dans un contexte géopolitique et économique qui impose à l'UE de développer son autonomie stratégique.

La priorité de la prochaine Commission européenne en matière de marchés financiers devrait donc être leur développement, en partant du constat que l'harmonisation de la législation qui a régi l'action publique depuis 2015 a été une étape importante mais insuffisante pour atteindre cet objectif. Plutôt qu'un nouveau plan d'action pour l'UMC, un changement fondamental d'approche est nécessaire, comme l'a indiqué la Présidente de la BCE, Christine Lagarde, dans son discours lors du Congrès Bancaire Européen de Francfort en novembre 2023<sup>2</sup>.

La définition du prochain plan de travail de la Commission européenne est une occasion unique de positionner l'UE dans la course mondiale à la compétitivité, alors qu'il pourrait bien être déjà trop tard. L'AMAFI souhaite contribuer à cette réflexion en proposant ce qu'elle considère comme des priorités clés pour permettre aux marchés financiers de participer à leur juste niveau à la prospérité de l'Union.

1. Pour plus de détails, consulter le [rapport](#) de l'AMAFI/ECMI
2. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp231117~88389f194b.en.html> : « Nous pouvons complètement revoir notre approche de l'UMC, pour qu'elle devienne un outil indispensable au financement des transformations en cours [...]. Nous avons surtout besoin aujourd'hui que toutes les parties se mobilisent autour de ce projet et reconnaissent que la prospérité future de l'Europe en dépend. Le deuxième ingrédient clé est que notre détermination commune s'incarne dans un changement d'approche. »

## PROPOSITIONS DE L'AMAFI

### Un changement d'état d'esprit pour l'élaboration de la législation européenne

#### Trois principes directeurs pour des marchés performants

Lors de l'examen de toute nouvelle réforme, il convient d'en évaluer l'impact en termes de :

- Croissance des marchés de capitaux.
- Compétitivité des institutions financières de l'UE, y compris par rapport à leurs concurrents en dehors de l'UE.
- Performance relative des marchés de l'UE par rapport aux États-Unis, au Royaume-Uni et à l'Asie.

#### Compléter l'approche descendante actuelle par une approche ascendante et encourager les initiatives inter-étatiques

Dans l'objectif de favoriser la croissance des marchés de capitaux de l'UE, une approche ascendante permettrait d'identifier les pratiques de marché nationales qui ont prouvé leur utilité et qui pourraient, avec le soutien de l'AEMF, être partagées pour être déployées dans d'autres États membres. Pour lancer les réformes structurelles indispensables, il faut encourager les initiatives provenant de groupes d'États membres en vue d'attirer d'autres États à terme.

#### Prendre en compte systématiquement la compétitivité

L'analyse d'impact de toute nouvelle législation devrait comporter un test de compétitivité.

#### Pas d'application extraterritoriale des règles de l'UE

Les règles de l'UE en matière de protection des investisseurs ne devraient pas s'appliquer aux acteurs du marché de l'UE lorsqu'ils opèrent en dehors de l'Union.

#### Pas de révision systématique des textes de l'UE

Les révisions devraient résulter d'analyses objectives mettant en évidence des lacunes avérées.

#### Réformer le mandat et la gouvernance de l'AEMF

- Ajouter la compétitivité de l'UE, interne à l'UE et vis-à-vis de l'extérieur, au mandat de l'AEMF
- Réformer le processus de prise de décision des organes de gouvernance de l'AEMF
- Prendre des mesures en vue d'une supervision directe par l'AEMF à terme

#### Accroître l'agilité du processus législatif européen

Élargir le périmètre de la lettre de non-intervention qui peut être émise par les Autorités européennes de supervision et l'AEMF en particulier, pour se rapprocher des prérogatives de la SEC aux États-Unis.

### Deux réformes essentielles pour développer les marchés financiers de l'UE

#### Permettre aux marchés financiers de devenir une source de financement profonde et stable pour les entreprises

Développer des véhicules d'investissement alternatifs qui transformeraient une part suffisante de l'épargne de l'UE en capital pour les sociétés de l'Union.

#### Redynamiser le marché européen de la titrisation

Revoir le cadre réglementaire applicable à la titrisation, notamment par la création d'un système de garantie européen.

## SOMMAIRE

<b>I. La compétitivité des marchés financiers de l'UE : où en sommes-nous ?</b>	<b>4</b>
a. Un ordre mondial en mutation : les marchés financiers, un secteur stratégique	4
b. Permettre aux marchés financiers de devenir une source de financement plus importante	6
c. Favoriser la compétitivité des marchés de capitaux de l'UE	9
d. Trois principes directeurs : un changement d'état d'esprit	13
<b>II. Propositions pour des marchés financiers profonds et compétitifs</b>	<b>14</b>
1. Une approche différente pour concevoir la législation européenne	14
a. Harmoniser lorsque c'est utile, promouvoir le partage des bonnes pratiques nationales et encourager les initiatives inter-étatiques	14
b. Appliquer un test de compétitivité à chaque nouveau projet législatif	15
c. Préserver la compétitivité des acteurs de marché européens dans les pays tiers	16
d. Éviter la révision systématique des textes législatifs européens	17
e. Réformer le mandat et la gouvernance de l'AEMF	18
f. Accroître l'agilité du processus législatif européen	20
2. Deux réformes essentielles pour développer les marchés financiers de l'UE	21
a. Orienter l'épargne vers l'investissement à long terme	21
b. Redynamiser le marché européen de la titrisation	23

## I. La compétitivité des marchés financiers de l'UE : où en sommes-nous ?

### a. Un ordre mondial en mutation : les marchés financiers, un secteur stratégique

Les relations politiques, économiques et financières de l'Union européenne avec les grandes puissances mondiales et ses partenaires sont en pleine évolution. L'agressivité de la Russie à ses frontières, les tensions croissantes entre les États-Unis et la Chine, l'essor de l'Inde et l'émergence d'autres puissances remettent directement en cause la position de l'UE dans un ordre mondial en mutation.

Sur le plan économique, la capacité de l'UE à rester un acteur majeur dans des secteurs stratégiques (par exemple la défense, les télécommunications, les transports, la pharmacie ou encore le numérique) est en jeu, tout comme sa capacité à créer une prospérité à long terme pour ses citoyens et à ne pas être reléguée à un simple marché de consommateurs.

Le Brexit ayant entraîné la sortie de la City, autrefois principal centre financier de l'Union, de la juridiction de l'UE, le marché des capitaux de l'Union est désormais multipolaire, avec des marchés nationaux relativement modestes voire petits. Le développement de ces marchés est donc d'autant plus vital pour le financement de l'économie et la stabilité financière de l'UE

#### Les principaux défis de financement de l'Union européenne

Un financement massif est nécessaire si l'UE veut réussir dans la course aux transitions numérique et écologique, tout en relevant le défi du vieillissement de sa population. Dans son rapport de prospective stratégique de juillet 2023<sup>3</sup>, la CE a estimé que la transition écologique nécessiterait un investissement supplémentaire de 620 milliards d'euros par an pour atteindre les objectifs du Pacte vert, la transition numérique un investissement supplémentaire de 125 milliards d'euros par an et la transition démographique une possible augmentation des dépenses liées au vieillissement de 2 points de pourcentage pour atteindre 26 % du PIB d'ici 2070.

Ces besoins de financement se heurtent à des perspectives économiques plutôt fragiles..

#### Des perspectives économiques plutôt fragiles pour l'Union européenne

La croissance au sein de l'UE devrait être de l'ordre de 0,8 % en 2023 (1,4 % en 2024). L'inflation est en baisse mais pas encore maîtrisée (4,9 % dans l'UE en 2023 et 3,2 % en 2024)<sup>4</sup> et le chômage, bien qu'historiquement faible (6,4 %)<sup>5</sup>, devrait progresser à court et moyen terme en raison de la politique monétaire historiquement restrictive de la BCE.

3. Commission européenne, [Strategic Foresight Report 2023](#), juillet 2023

4. [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip\\_23\\_4408](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_23_4408)

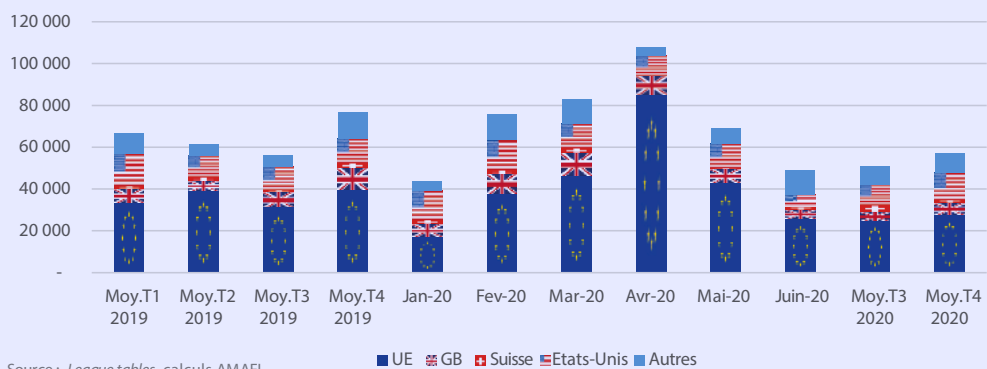
5. [https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/ecb.projections202309\\_ecbstaff~4eb3c5960e.en.html](https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/ecb.projections202309_ecbstaff~4eb3c5960e.en.html)

Dans ce contexte, il est essentiel que les États membres et les entreprises de l'UE opérant dans des secteurs stratégiques et engagés dans des projets structurants aient accès à des bassins de financement profonds et stables au sein de l'Union et ne deviennent pas excessivement dépendants de sources de financement externes susceptibles de se tarir rapidement en période de tensions concurrentielles aiguës ou de crises.

### L'effet du biais domestique en temps de crise – exemple de la pandémie de Covid

En période de crise, les investisseurs et les établissements financiers ont tendance à concentrer leurs ressources sur leur marché domestique. Cet effet a été particulièrement visible en avril 2020, au plus fort de la crise liée à la pandémie de Covid : confrontées à des incertitudes sans précédent, les banques non européennes ont rapidement et significativement réduit leur participation (en pourcentage du total) sur les marchés des prêts syndiqués de la région EMEA, précisément au moment où les besoins se sont accrus.

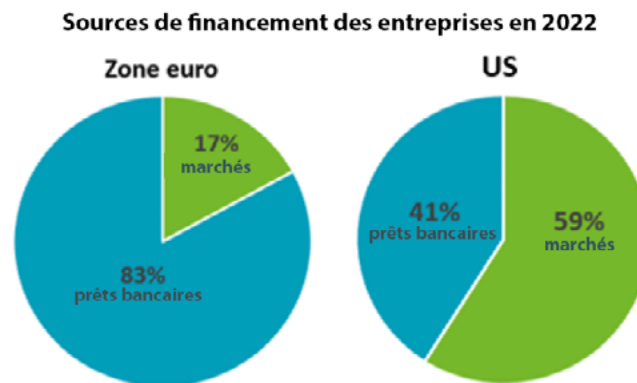
Teneurs de livres dans le cadre de prêts syndiqués EMEA, 2019-2020, en millions USD



L'objectif premier de la prochaine Commission devrait donc être de poursuivre et d'accélérer le développement de l'Autonomie stratégique ouverte de l'Union dans des secteurs clés, en particulier les marchés financiers, car ils jouent un rôle essentiel dans le financement des autres secteurs.

## b. Permettre aux marchés financiers de devenir une source de financement plus importante

Les prêts bancaires restent prédominants dans le financement de l'économie de l'UE, ce qui contraste nettement avec les États-Unis, comme illustré ci-dessous.



Source: Banque de France, Eurostat, FED

De ce point de vue, l'UMC ne peut être considérée comme un succès jusqu'à présent, car la part des marchés financiers dans le financement de l'économie est restée limitée depuis le lancement du premier plan d'action en 2015<sup>6</sup>.

L'AMAFI salue l'impulsion politique donnée par l'Eurogroupe en mars 2023<sup>7</sup>, qui appelait à intensifier les efforts pour faire avancer l'UMC, ainsi que la récente déclaration politique franco-allemande sur l'UMC publiée en septembre 2023<sup>8</sup>. Cependant, des déclarations similaires des États membres dans le passé ne se sont pas concrétisées, que ce soit par exemple concernant la revue des Autorités européennes de surveillance ou la redynamisation du marché européen de la titrisation (*voir ci-après II.2.b. Redynamiser le marché européen de la titrisation*).

À l'heure actuelle, les marchés financiers sont un outil sous-utilisé dans le soutien au développement et à la transformation de l'économie de l'UE, ce qui signifie que celle-ci se prive en grande partie d'une importante source de financement. Ce sous-développement est particulièrement préoccupant à l'heure où les besoins de financement de l'UE sont massifs et ne peuvent être satisfaits uniquement par des prêts bancaires. Il est désormais absolument nécessaire que les États membres et la Commission européenne donnent aux marchés les moyens de contribuer à relever les défis financiers auxquels l'Union est confrontée.

6 Christine Lagarde, Discours, Congrès bancaire européen, 17 novembre 2023 : <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp231117~88389f194b.en.html> : « Malgré deux plans d'action de la Commission européenne, le marché des capitaux européen reste fragmenté. L'intégration financière est plus faible qu'avant la crise financière. Les marchés obligataires sont trois fois plus petits qu'aux États-Unis. Et le capital-risque de l'UE accuse un retard considérable par rapport aux États-Unis, puisqu'il ne représente qu'un cinquième de la taille de son homologue américain ».

7 <https://www.consilium.europa.eu/media/63306/2023-03-24-eurosummit-statement-en.pdf>

8 FR : <https://presse.economie.gouv.fr/13092023-une-feuille-de-route-franco-allemande-pour-lunion-des-marches-des-capitaux/> / EN : <https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/EN/Downloads/Europe/roadmap-capital-markets-union.pdf?blob=publicationFile&v=3>

### La faiblesse des marchés financiers européens

« Le marché d'actions américain représente plus de deux fois la taille des marchés européens en valeur de marché (38 000 milliards de dollars contre 17 000 milliards de dollars) et il est plus de deux fois plus profond par rapport au PIB (165 % contre 79 %).

La part de l'Europe et de l'UE dans les marchés d'actions mondiaux et les activités d'introduction en bourse est nettement inférieure à leur part dans le PIB. La profondeur des marchés d'actions de l'UE représente moins de la moitié de celle de marchés comme le Canada, le Japon et les États-Unis par rapport au PIB, et l'activité d'introduction en Bourse en Europe est nettement moins développée que celle des autres marchés mondiaux.

Le nombre d'entreprises cotées en Europe a reculé de 17% ces dix dernières années (soit une perte de près de 1 300 entreprises), tandis qu'aux États-Unis, leur nombre a légèrement augmenté. »<sup>9</sup>

Cette tendance doit être considérée à la lumière du vieillissement des sociétés européennes cotées en bourse, par rapport à leurs homologues américaines.

À titre d'exemple, en France, « l'âge moyen des entreprises du CAC40 est supérieur à 100 ans. Ceci témoigne de la qualité, du niveau d'investissement technologique et de la résilience de nos grandes entreprises. Cependant, seule une "jeune" entreprise technologique [de moins de 40 ans] – Dassault Systèmes – a rejoint les rangs de l'élite du capitalisme français. En revanche, le secteur technologique représente environ 30 % de la capitalisation boursière du S&P 500 aux États-Unis grâce à Google, Apple, Facebook, Amazon et Microsoft. Ces entreprises ont moins de 40 ans. »<sup>10</sup>

Au niveau de l'UE, les sociétés de l'Eurostoxx50 ont un âge moyen proche de 120 ans, tandis que leurs homologues américaines ont moins de 60 ans en moyenne. Seules cinq des plus grandes entreprises de l'UE ont moins de 50 ans, contre 31 de leurs homologues américaines, un chiffre qui inclut les six plus grandes capitalisations boursières américaines.

La capitalisation boursière des entreprises européennes, largement absentes de la révolution numérique, est également nettement inférieure à celle de leurs homologues américaines : les 50 premières entreprises de la zone euro ont une capitalisation boursière moyenne de 85 milliards EUR, soit moins d'un quart de leurs homologues américaines (400 milliards USD)<sup>11</sup>.

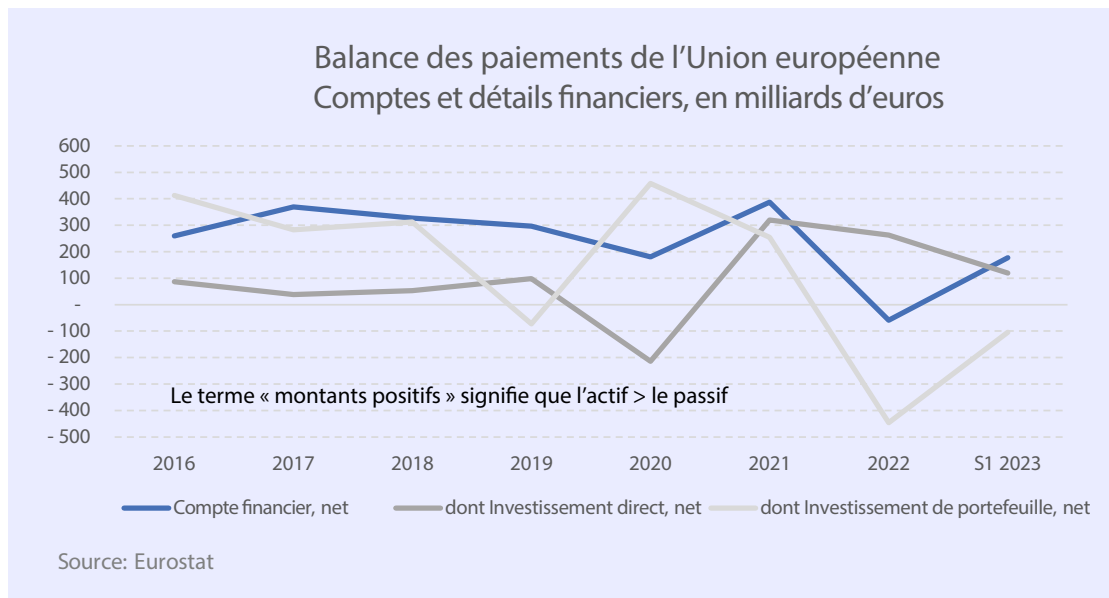
9 Traduction de *The problem with European stock markets*, NewFinancial, mars 2021

10 [Rapport de Philippe Tibi](#) : « Financer la quatrième révolution industrielle – Lever le verrou du financement des entreprises technologiques »

11 Chiffres calculés par l'AMAFI et corrigés des fusions et acquisitions.



Dans ce contexte de besoins de financement massifs, le sous-développement des marchés financiers de l'UE est d'autant plus frustrant qu'une grande partie de l'épargne de l'Union est investie en dehors de ses frontières. Comme le montre le graphique ci-dessous, l'UE est un investisseur net vers le reste du monde. En d'autres termes, l'épargne des ménages de l'UE fournit du capital à des entreprises non européennes.



**Il est grand temps que l'Union mette en place l'infrastructure nécessaire pour convertir l'épargne de ses citoyens en capital pour ses entreprises. Cela contribuera sans aucun doute à sa prospérité globale.**

### c. Favoriser la compétitivité des marchés de capitaux de l'UE

Le premier Plan d'action de l'UMC<sup>12</sup> (2015) contenait 33 mesures législatives et non législatives et le second<sup>13</sup> (2020) en comptait 16. Un autre plan d'action déployé via plusieurs textes législatifs<sup>14</sup> n'apporterait probablement que peu de valeur ajoutée. Au contraire, il est essentiel d'élaborer une vision claire et de se concentrer sur sa mise en œuvre au moyen de réformes ambitieuses et ciblées, dans le but de permettre à l'Union de répondre à ses besoins de financement avec un certain degré d'autonomie stratégique.

En vue de répondre à ces besoins, il est essentiel de renforcer l'attractivité des marchés financiers de l'UE et la compétitivité de ses acteurs, tant au niveau intérieur que mondial.

#### ► **Au niveau intérieur**

Une forte concurrence au sein de l'UE est essentielle pour garantir que les services proposés aux entreprises et aux investisseurs, y compris aux ménages, répondent à leurs besoins à un prix raisonnable. Cette concurrence devrait se développer grâce à la confrontation d'acteurs, originaires de l'UE elle-même et de pays tiers, ces derniers opérant sur les marchés de l'UE selon les mêmes règles et les premiers étant en mesure de proposer des services et des prix compétitifs. Ainsi, les institutions financières locales doivent être en mesure de construire des modèles économiques rentables<sup>15</sup> reposant sur une base domestique solide leur permettant de réaliser les investissements nécessaires pour répondre aux attentes de leurs clients et soutenir leur croissance future. Cependant, depuis la crise financière mondiale, les acteurs des services financiers de l'UE ont perdu des parts de marché au profit de leurs concurrents non européens et leur situation financière est moins bonne.

#### ► **Au niveau mondial**

Les marchés financiers de l'UE doivent demeurer compétitifs par rapport aux marchés des pays tiers pour continuer à répondre aux besoins des entreprises et des investisseurs, au risque sinon que ceux-ci soient satisfaits en dehors de l'UE et ne profitent pas pleinement à l'économie européenne. Le rang des marchés financiers de l'UE dans le classement mondial devrait donc être un critère pris en compte dans l'élaboration des futures politiques de l'UE.

12 <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0468>

13 [https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/capital-markets-union/capital-markets-union-2020-action-plan\\_en](https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/capital-markets-union/capital-markets-union-2020-action-plan_en)

14 L'objectif initial qui est au cœur de toute nouvelle législation tend à se dissoudre dans d'autres considérations liées à l'actualité et des opinions contradictoires surgissant au cours de son élaboration, conduisant à un consensus sous-optimal voire parfois à des résultats opposés.

15 Discours d'Ursula Van der Leyen sur l'état de l'Union, 13 septembre 2023 : « *Europe is open for competition. Not for a race to the bottom.* »

## Une photo des marchés financiers de l'UE prise du côté *sell-side*

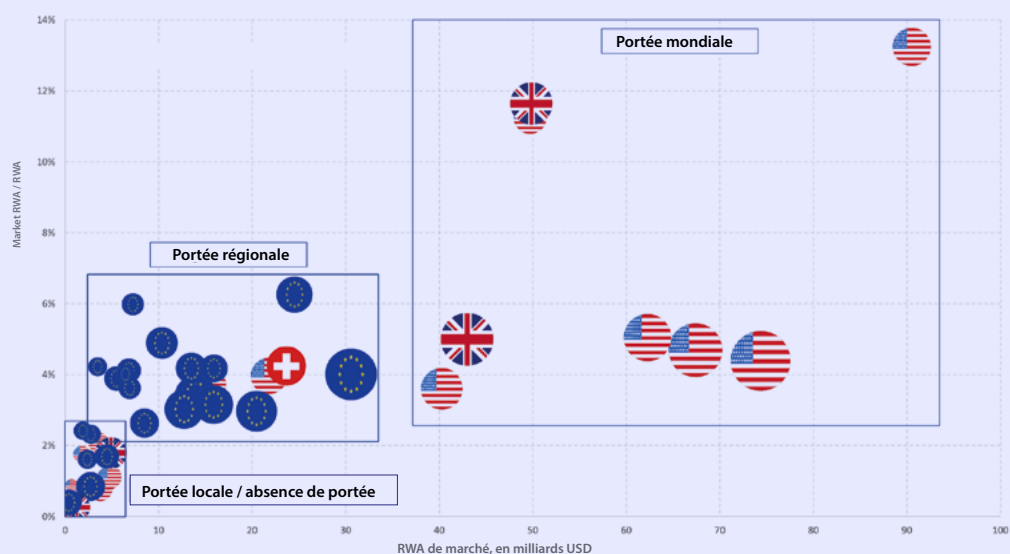
### 1) Des marchés de capitaux *wholesale* européens fragmentés

La dispersion des établissements financiers du *sell-side* UE sur les marchés *wholesale* par rapport à leurs concurrents américains est l'un des facteurs contribuant à la faiblesse relative des marchés financiers de l'UE.

Contrairement aux États-Unis et au Royaume-Uni, l'industrie européenne des marchés *wholesale* et de la banque d'investissement n'a pas connu de consolidation significative, ceci pour des raisons structurelles. Dans ces deux pays, l'homogénéité des marchés nationaux sur les plans juridique, fiscal et réglementaire, l'application de la loi Glass-Steagall aux États-Unis de 1932 à 1999 et les sorties/fusions au lendemain de la crise financière ont nettement contribué à la concentration des acteurs du *sell-side*. En revanche, dans l'UE, les différences de régimes fiscaux et juridiques, ainsi que les exigences strictes en capital imposées aux établissements financiers par les États membres concernés constituent des obstacles évidents aux fusions transfrontalières.

Ceci est particulièrement visible lorsque l'on considère la taille des activités de marché des banques de l'UE et de celles américaines. Le graphique ci-dessous présente les actifs pondérés du risque (*risk weighted assets - RWA*) attribués au risque de marché pour les 25 plus grandes banques européennes et américaines. Ils sont indiqués à la fois en termes absolus (montants en milliards d'USD) et en termes relatifs (RWA de marché en pourcentage des RWA totaux)<sup>16</sup>. Il apparaît que, alors que 6 banques américaines et 2 banques britanniques exercent des activités sur les marchés mondiaux, 15 banques de l'UE sont en concurrence et peinent à préserver leur empreinte régionale, une seule banque de l'UE ayant le potentiel de rejoindre les acteurs mondiaux. Ce niveau de fragmentation limite clairement la rentabilité et la pertinence des banques de l'UE sur les marchés *wholesale*.

Poids des banques en tant qu'acteurs des marchés financiers



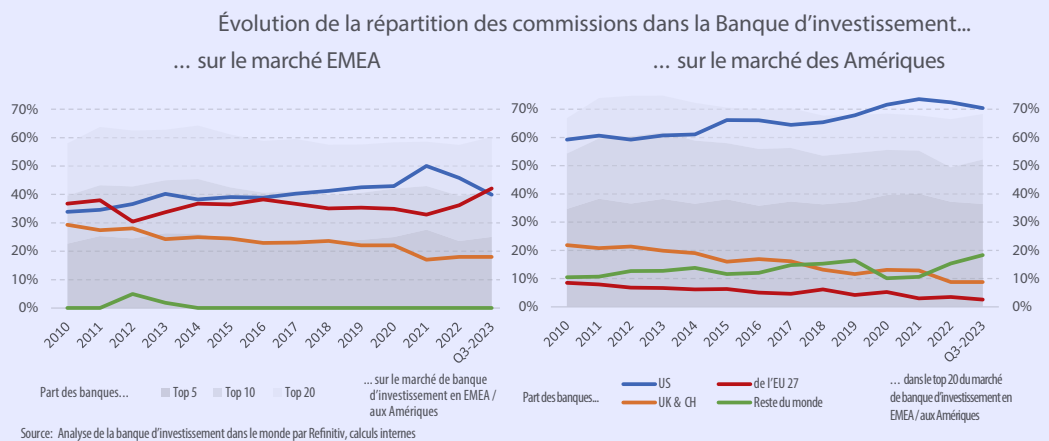
Source : états financiers du T2 2023 des 25 plus grandes banques européennes et américaines

16 En l'absence de déclaration homogène des revenus tirés des activités de marché, les RWA de marché sont le meilleur indicateur de la taille des activités de marché, car seules les activités de marché génèrent de tels RWA.

## 2) Les marchés de banque d'investissement des deux côtés de l'Atlantique

La fragmentation accrue de l'offre combinée à une demande moins développée en Europe entraîne des différences structurelles entre les marchés européens et américains de la banque d'investissement. D'après le graphique ci-dessous :

- Le marché américain de la banque d'investissement est plus de deux fois plus profond que le marché européen, en termes de commissions annuelles moyennes, soit 56 milliards USD contre 26 milliards USD sur la période 2013-2022. Par ailleurs, il est beaucoup plus concentré, les 5 premiers acteurs captant près de 40 % des commissions sur le marché américain contre 25 % dans la région EMEA.
- Tandis que les acteurs du marché américain augmentent progressivement leur part de marché sur les marchés américains et européens, les acteurs du marché européen perdent progressivement du terrain sur le marché américain. Une analyse approfondie de l'évolution des parts de marché sur le marché européen sur la période 2010-2023 révèle que la sortie d'un acteur du marché européen bénéficie (i) aux acteurs du marché domestique et (ii) aux banques d'investissement américaines, mais pas aux autres acteurs du marché européen. Cela illustre l'impact de la fragmentation des marchés financiers européens.

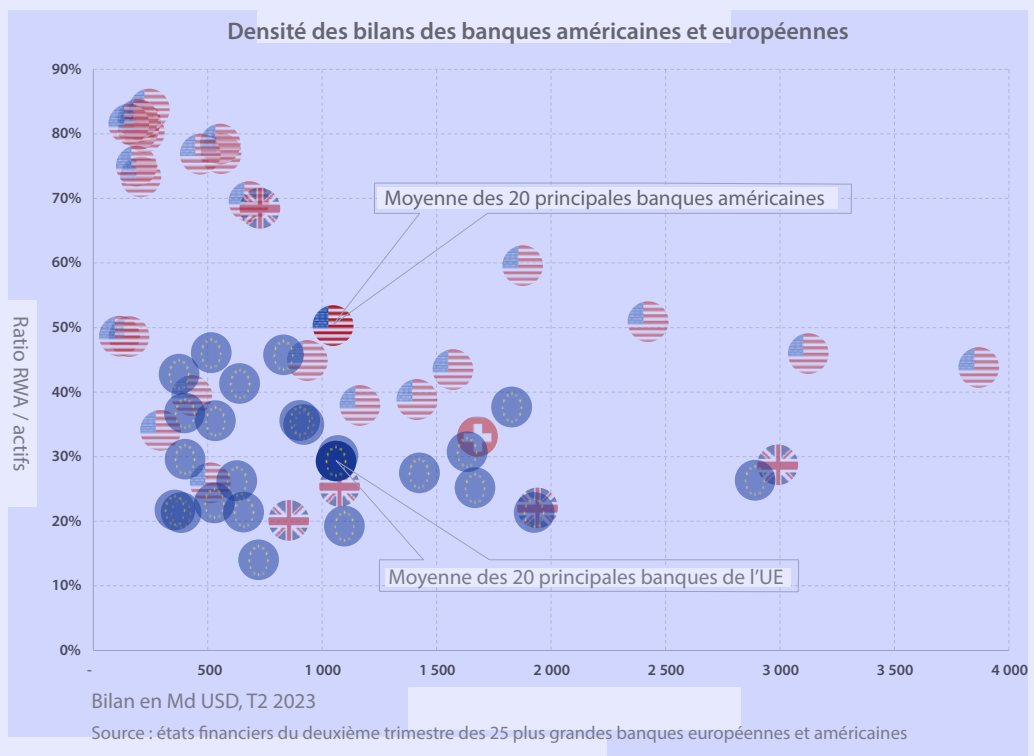


Un parallèle pourrait être établi avec le concept militaire de profondeur stratégique : les banques d'investissement américaines, moins nombreuses, peuvent s'appuyer sur un marché domestique profond et rentable pour déployer leur stratégie, y compris sur les marchés étrangers. **En revanche, les banques européennes, dispersées, disposent d'une marge de manœuvre limitée et semblent condamnées à ne développer que des mesures tactiques défensives limitées à leur périmètre régional.**

### 3) Les banques européennes sont pénalisées par l'absence de marché actif de la titrisation

L'absence de marché de la titrisation réellement actif (*voir ci-après II.2.b. Redynamiser le marché européen de la titrisation*) a un impact direct sur la capacité de financement des banques européennes par rapport à leurs homologues américaines.

Le graphique ci-dessous montre la taille du bilan des principales banques européennes et américaines, ainsi que leurs ratios RWA/taille des actifs. La taille moyenne des actifs des 20 premières banques de l'UE est similaire à celle des 20 premières banques américaines, soit environ 1 000 milliards USD. Toutefois, la densité de risque (RWA/taille des actifs) des banques américaines est en moyenne de 50 %, contre 30 % pour les banques de l'UE. Cela signifie qu'en l'absence d'un marché de la titrisation actif, les banques européennes conservent dans leur bilan des engagements massifs à faible risque, tandis que les banques américaines peuvent recycler plus rapidement leur bilan. La moindre vélocité de leur bilan a non seulement un impact sur le rendement des actifs des banques de l'UE, mais affecte également directement leur capacité de financement.



#### d. Trois principes directeurs : un changement d'état d'esprit

Les réformes qui seront mises en œuvre porteront leurs fruits si elles permettent aux entreprises d'utiliser plus facilement et plus avantageusement les marchés financiers de l'UE, si elles garantissent que l'UE dispose d'une autonomie stratégique suffisante qui prend appui sur ses marchés financiers et si elles facilitent les investissements à long terme dans l'économie européenne.

À la lumière de ce qui précède, quelques principes directeurs devraient être systématiquement pris en compte pour l'élaboration et l'évaluation de chaque nouvelle réforme :

- La croissance des marchés de capitaux.
- La compétitivité des institutions financières de l'UE, notamment par rapport à leurs concurrents en dehors de l'UE (*voir ci-après II.1.b Intégrer un test de compétitivité à chaque nouvelle législation*).
- La performance relative des marchés de l'UE par rapport aux États-Unis, au Royaume-Uni et à l'Asie.

Il est essentiel pour l'Union d'évaluer et de comparer l'efficacité de ses marchés avec d'autres, même si chaque marché a ses spécificités et si la comparaison entre deux marchés peut devoir être nuancée. En regardant au-delà de ses frontières et en comparant ses différents segments de marchés, l'UE pourrait identifier les domaines dans lesquels elle réussit et ceux à développer, voire à réformer.

L'adoption d'une telle approche nécessite de faire un pas de côté au regard des principes qui ont guidé l'élaboration de la réglementation financière de l'UE depuis la crise financière mondiale, à savoir la recherche de stabilité financière, une transparence accrue et la protection des investisseurs. Ces principes doivent être complétés par d'autres plus favorables au développement des entreprises et à la prise de risque. Un changement d'état d'esprit est nécessaire pour que les marchés européens puissent pleinement répondre aux défis financiers auxquels l'Union est confrontée. Cela implique de s'éloigner d'une approche uniquement centrée sur le consommateur et de considérer également la nécessité pour l'UE de devenir un marché de producteurs capable de répondre à ses propres besoins.

Dans cette optique, la deuxième partie du présent document présente des propositions concrètes visant à mettre en œuvre cette approche.



## II. Propositions pour des marchés financiers profonds et compétitifs

Les propositions exposées dans cette section prennent acte que certains domaines essentiels pour le fonctionnement des marchés de capitaux, tels que les règles d'insolvabilité et les systèmes de taxation, ne seront pas harmonisés dans un avenir proche et que la création d'une autorité de surveillance unique pour les marchés financiers n'est pas soutenue par une majorité d'États membres.

### 1. Une approche différente pour concevoir la législation européenne

#### a. Harmoniser lorsque c'est utile, promouvoir le partage des bonnes pratiques nationales et encourager les initiatives inter-étatiques

Les réformes contenues dans les deux premiers Plans d'action de l'UMC visaient principalement à harmoniser la réglementation et les pratiques de surveillance des marchés de gros paneuropéens. Toutefois, il est désormais important de considérer le rôle que des marchés financiers nationaux efficaces peuvent également jouer. En raison du biais domestique qui influence les décisions des investisseurs, les marchés financiers nationaux sont à ce jour les seuls à pouvoir répondre efficacement aux besoins des petites et moyennes entreprises. Ces entreprises, par leur localisation et leur orientation souvent domestiques, présentent pour les investisseurs des différences importantes avec les grandes entreprises présentes sur les marchés internationaux mais leur contribution à la croissance et à l'emploi est essentielle. Ce constat d'hétérogénéité et d'attractivité plus limitée demeurera à court et moyen terme tant qu'il n'existera pas de marché paneuropéen pour ces sociétés, ce qui ne paraît possible qu'une fois que les marchés nationaux qui les abritent auront atteint une taille et une profondeur suffisantes.

#### **Les PME de l'UE constituent l'épine dorsale de l'économie de l'Union**

Les 20,7 millions de PME de l'Union produisent 58 % du PIB de l'UE et représentent 67 % des emplois du secteur privé.

Si l'harmonisation est effectivement essentielle pour les marchés où il existe une offre paneuropéenne de services, les besoins de certains acteurs économiques tels que les PME ne peuvent réellement être satisfaits que par une offre nationale. Les acteurs du marché qui sont au cœur d'une telle offre doivent donc opérer dans un cadre réglementaire adéquat afin de pouvoir répondre pleinement à ces besoins.

Certains marchés nationaux ont développé des pratiques visant à répondre à ces besoins locaux, tandis que d'autres, moins matures, ne l'ont pas encore fait. La croissance de ces marchés devrait être encouragée, tout en permettant à leurs spécificités de coexister avec les caractéristiques plus standardisées des grands marchés *wholesale* paneuropéens. L'harmonisation maximale ne doit être recherchée que lorsqu'elle est utile et bénéfique, tout en permettant aux marchés locaux<sup>17</sup> de se développer avec leurs propres spécificités. L'harmonisation complète ne devrait être un objectif que lorsqu'un certain degré de maturité a été atteint.

[Retour sur la liste des propositions de l'AMAFI](#)



<sup>17</sup> Par marchés locaux, nous entendons les segments du marché, primaires ou secondaires, qui répondent aux besoins des PME et des investisseurs particuliers.

### Le Listing Act : une illustration de la nécessité d'encourager les pratiques nationales

Dans le *Listing Act*, la question de la recherche sponsorisée est typique d'une initiative nationale qui devrait être encouragée et étendue à d'autres marchés sur une base facultative et avec la possibilité d'y introduire des variations raisonnables. En France, où cette pratique est particulièrement développée, elle est régie par un code de conduite local, qui résulte d'un accord conclu entre les différentes parties prenantes et validé par l'AMF. Un tel équilibre a été difficile à atteindre et a nécessité près de trois ans de travail. Encourager l'élaboration de codes similaires dans d'autres États membres exige de trouver un équilibre délicat : d'une part, tous les codes locaux doivent respecter certains principes généraux, que l'AEMF serait mieux placée pour définir, d'autre part, l'existence d'un code européen harmonisé risque d'être mal adaptée aux besoins spécifiques des différents pays.

**L'approche descendante adoptée dans le cadre de l'UMC devrait donc être complétée par une approche ascendante, au cas par cas.** Cela donnerait la souplesse nécessaire au maintien et au développement des pratiques nationales qui ont prouvé leur utilité et sont particulièrement adaptées au marché financier multipolaire qui a résulté du Brexit. De plus, une telle approche devrait viser à étendre ces pratiques à d'autres États membres. L'AEMF pourrait ainsi devenir une plateforme pour l'identification et la diffusion des bonnes pratiques nationales afin de faciliter leur diffusion et leur adoption.

Par ailleurs, si les pratiques de surveillance doivent être homogènes pour les marchés *wholesale* pan-européens, elles devraient pouvoir être plus proportionnées et adaptées aux marchés locaux lorsqu'il s'agit de permettre leur développement.

Enfin, certaines des réformes nécessaires pour accroître la profondeur et l'efficacité des marchés de capitaux de l'UE sont si structurelles qu'il est peu probable qu'elles puissent être menées à bien, du moins dans un premier temps, avec l'accord des 27 États membres. La Commission européenne, le Parlement et le Conseil européens devraient donc **encourager les initiatives entre États membres** (sous la forme d'une coopération renforcée ou sous une autre forme), permettant ainsi de créer un noyau de pays volontaires sur chacun des axes considérés, qui pourra ensuite attirer d'autres États membres.

## b. Appliquer un test de compétitivité à chaque nouveau projet législatif

La compétitivité des acteurs de marché de l'UE devrait être prise en compte dès l'élaboration d'une législation européenne et incluse dans son étude d'impact. Cette proposition reprend celle formulée en 2021 par le Comité économique et social européen dans son Opinion<sup>18</sup> sur le Plan d'action renouvelé de l'UMC, qui recommandait d'ajouter un test de compétitivité ad hoc dans l'analyse d'impact de toute nouvelle législation. Le test devrait notamment répondre aux deux questions suivantes : *la législation proposée a-t-elle des effets positifs sur la compétitivité des entreprises et des marchés financiers européens et contribue-t-elle à renforcer l'Autonomie stratégique ouverte de l'UE?*

Plus généralement, la question de l'évaluation de la compétitivité de l'UE et de l'impact probable des réglementations sur celle-ci devrait relever de la responsabilité d'une équipe dédiée d'économistes au sein de la Commission européenne. Cette équipe devrait couvrir l'ensemble des directions générales afin de garantir une vue d'ensemble.

[Retour sur la liste des propositions de l'AMAFI](#)



18 <https://www.eesc.europa.eu/en/our-work/opinions-information-reports/opinions/capital-markets-union-people-and-businesses-new-action-plan>



### c. Préserver la compétitivité des acteurs de marché européens dans les pays tiers

L'une des dimensions de la compétitivité de l'UE et de ses acteurs financiers est leur capacité à offrir leurs services hors de l'UE à des conditions attrayantes ou, du moins, qui ne soient pas hors marché.

Toutefois, les établissements de l'UE sont désavantagés lorsqu'ils approchent des clients de pays tiers sur leurs marchés locaux, du fait de l'obligation qui leur est faite d'appliquer les règles de protection des investisseurs tant européennes que nationales. S'il est essentiel pour la stabilité financière qu'ils soient soumis aux règles prudentielles européennes où qu'ils opèrent, ce n'est pas le cas pour les règles relatives à la protection des investisseurs, chaque pays tiers disposant de sa propre réglementation en la matière. Loin d'être un avantage concurrentiel, l'obligation de respecter les règles européennes pèse sur les acteurs domiciliés dans l'UE qui doivent respecter simultanément deux ensembles de règles, ce qui parfois dissuade les clients de recourir à leurs services.

Il convient donc d'opérer une distinction dans l'application extraterritoriale de la réglementation européenne afin de s'assurer que les règles de protection des investisseurs de l'UE ne s'appliquent pas en dehors des frontières de l'Union.

#### Révision du règlement MiFIR : l'exemple de l'obligation de négociation des dérivés (*Derivative Trading Obligation - DTO*)

Le 1<sup>er</sup> janvier 2021, l'application non coordonnée des DTO de l'UE et du Royaume-Uni a eu des répercussions significatives sur la liquidité des instruments soumis aux obligations de négociation, tant sur les marchés *inter-dealers* (D2D) que sur les marchés de dealer à client (D2C), réduisant ainsi la compétitivité mondiale des institutions financières de l'UE, en particulier de leurs succursales britanniques qui traitent avec des clients non européens. Malgré le transfert ciblé de certaines transactions vers l'UE, les *Swap execution facilities* (SEF) américaines semblent être les bénéficiaires ultimes des évolutions des transferts de liquidité sur les plateformes et devraient devenir encore plus attractives à moyen et long terme.

L'AMAFI a donc accueilli favorablement la proposition de la Commission de suspendre la DTO pour les teneurs de marché de l'UE, à la demande des États membres, et dans certaines circonstances lorsqu'ils traitent avec des clients non européens.

Malheureusement, dans l'état actuel du processus législatif de l'UE, cette modification nécessaire du cadre réglementaire ne bénéficiera pas aux acteurs du marché de l'UE avant l'entrée en vigueur de la révision de MiFIR, bien que le problème ait été identifié il y a 3 ans et que les alertes nécessaires ont été remontées à l'AEMF et aux colégislateurs.

Cet exemple met en évidence l'impact négatif que l'application des règles de protection de l'UE peut avoir sur la compétitivité des acteurs de marché de l'UE. Il souligne également la nécessité d'habiliter l'AEMF à émettre des lettres de non-intervention visant à suspendre la mise en œuvre des règles de l'UE lorsque le Parlement et le Conseil européens s'accordent sur l'approche sous-jacente, même si le processus législatif n'est pas encore achevé.



#### d. Éviter la révision systématique des textes législatifs européens

Le flux de la législation applicable aux marchés financiers n'a pas ralenti depuis la crise financière de 2008. Il est ainsi très difficile pour les acteurs du marché, en particulier les plus petits, de procéder aux nombreux ajustements nécessaires pour se conformer au cadre réglementaire. Cela tend également à instiller une approche bureaucratique des questions en jeu. L'inclusion d'une clause de révision systématique dans chaque texte législatif de l'UE est un véritable problème pour le secteur et l'écosystème dans son ensemble. Cette révision systématique ne laisse pas suffisamment de temps pour évaluer l'impact de ce qui a été mis en œuvre et crée de nouvelles occasions d'accroître la complexité d'un cadre réglementaire déjà sophistiqué. De surcroît, il en résulte une réglementation très détaillée et technique, qui peut difficilement être maîtrisée sans l'aide d'experts, en particulier dans le court laps de temps qui précède la prochaine révision. Cela a un effet démotivant pour les acteurs concernés et peut créer un décalage avec l'esprit de la loi. Il est désormais nécessaire de ralentir et de laisser les établissements et les autorités nationales compétentes veiller à la mise en œuvre complète et harmonisée de la législation existante, ce qui est également dans l'intérêt des clients.

Cette question est particulièrement d'actualité si l'on considère les révisions récemment achevées de MiFIR, CRR2/CRD5 et AIFMD, qui sont tous des textes essentiels pour le secteur, et qui nécessitent un travail technique conséquent pour leur mise en œuvre complète.

##### **Révision du règlement MiFIR : des mesures de niveau 2 lourdes à mettre en œuvre**

MiFIR est une législation clé pour nos adhérents. Sa révision devrait aboutir à un nombre important de textes de niveau 2, avec environ 50 RTS/ITS qui devraient être publiés d'ici fin 2025. Cela passera également par la création et la mise en œuvre de la *consolidated tape*. L'intégration de ces évolutions dans les processus et systèmes des entreprises nécessitera des ressources et une attention considérables.

Afin d'éviter des contraintes inutiles pour les acteurs de l'UE, toute révision devrait résulter de l'existence de lacunes avérées, dont la correction est nécessaire. Elle devrait ainsi être fondée sur des données objectives dans le cadre d'une analyse d'impact pertinente qui tienne également compte de l'effet des mesures proposées sur la compétitivité des acteurs du marché (*voir ci-dessus b. Intégrer un test de compétitivité à chaque nouvelle législation*).

L'efficacité impose également que le processus législatif de l'UE ne soit pas confisqué par un trop grand nombre de révisions simultanées, en particulier lorsque des aspects critiques de la réglementation sont en train d'être mis en œuvre et nécessitent toute l'attention du secteur ainsi que des autorités de régulation et de surveillance. Cela est particulièrement le cas du cadre complexe gouvernant la finance durable qui est en cours de mise en œuvre et relève d'une importance critique et d'une réelle urgence. Éviter des révisions systématiques permettrait d'allouer des ressources aux questions essentielles.

Enfin, il est très important que la législation de niveau 1 évite, ou à tout le moins limite les situations où les points les plus délicats politiquement sont repoussés au niveau 2. Celui-ci doit être dédié à la calibration technique, ce qui permet d'effectuer les ajustements futurs de manière ciblée plutôt qu'en procédant à la réouverture du texte de niveau 1. Une telle réouverture devrait par ailleurs être rarement nécessaire étant donné que le cadre réglementaire existant pour les services financiers est déjà très complet.

## e. Réformer le mandat et la gouvernance de l'AEMF

### ► **Ajouter la compétitivité au mandat de l'AEMF**

La préoccupation concernant la compétitivité de l'UE doit se traduire par un changement radical d'approche, qui devrait se refléter dans le mandat même des autorités de surveillance, celles-ci jouant un rôle fondamental dans l'élaboration et la mise en œuvre de la réglementation. Ainsi, les mandats des autorités européennes de surveillance, et en particulier celui de l'AEMF, devraient être modifiés. Les objectifs fixés par le règlement qui a institué cette dernière ([Règlement \(UE\) 1095/2010, art. 1.5](#)) devraient être modifiés : outre l'objectif d'« assurer l'intégrité, la transparence, l'efficacité et le bon fonctionnement des marchés financiers » et de « renforcer la protection des clients et des investisseurs », le mandat de l'AEMF devrait inclure la mission de « veiller à la compétitivité des marchés financiers ».

Cela devrait conduire l'AEMF, lorsqu'elle s'engage dans l'élaboration de règles ou la supervision, à prendre en compte la compétitivité interne et externe de l'UE.

### La concurrence dans les mandats des autres autorités de supervision

Le rôle de la SEC aux États-Unis en matière de concurrence est inscrit dans quatre des lois américaines sur les valeurs mobilières, sous la formulation suivante : « À chaque fois que la Commission est engagée dans l'élaboration de règles et est tenue d'examiner ou de déterminer si une action est nécessaire ou appropriée dans l'intérêt public, la Commission doit également examiner, outre la protection des investisseurs, si l'action favorisera l'efficacité, la concurrence et la formation de capital ».

La mission de la *Commodity Futures Trading Commission* « est de promouvoir l'intégrité, la résilience et le dynamisme des marchés américains des dérivés par une réglementation saine » ; son président a déclaré dans son plan stratégique 2022-2026 que sa « conviction quant au succès de la CFTC est de favoriser des marchés ouverts, transparents, compétitifs et financièrement solides (...) »<sup>19</sup>.

Efficacité, concurrence et dynamisme des marchés sont des concepts imbriqués qui devraient également inspirer le mandat de l'AEMF.

Le *Financial Services and Markets Act* de 2023 a introduit un objectif secondaire dans les mandats de la *Financial Conduct Authority* (FCA) et de la *Prudential Regulation Authority* (PRA) au Royaume-Uni, qui est de « faciliter la compétitivité internationale de l'économie britannique (y compris, en particulier, le secteur des services financiers) et sa croissance à moyen et long terme, sous réserve de s'aligner sur les normes internationales applicables ». La FCA rend compte chaque année de la manière dont elle se conforme à cet objectif à l'aide d'indicateurs détaillés<sup>20</sup>.

### ► **Vers une gouvernance qui reflète davantage la réalité des marchés de l'UE**

À l'heure où les établissements financiers doivent s'adapter rapidement dans un environnement en pleine mutation, l'AEMF doit pouvoir se montrer réactive et agile dans son processus de décision. C'est la raison pour laquelle l'AMAFI considère que la gouvernance de l'AEMF doit être fondamentalement réformée pour renforcer son pouvoir de décision et le rendre plus adaptable.

[Retour sur la liste des propositions de l'AMAFI](#)

<sup>19</sup> [https://www.cftc.gov/media/7081/CFTC2022\\_2026StrategicPlan/download](https://www.cftc.gov/media/7081/CFTC2022_2026StrategicPlan/download)

<sup>20</sup> <https://www.fca.org.uk/publication/corporate/secondary-international-competitiveness-growth-objective-statement.pdf>

■ **Modification du processus décisionnel du Conseil (*Board of Supervisors*) de l'AEMF**

Dans leur prise de décision, les membres du Conseil sont confrontés à deux défis particuliers : premièrement, maîtriser des questions souvent très techniques et deuxièmement, veiller à ce que les intérêts nationaux n'interfèrent pas indûment sur cette prise de décision. Ainsi, même si le vote à la majorité simple peut sembler l'approche la plus « démocratique », il ne reflète pas la réalité des marchés financiers des États membres qui varient considérablement en termes de taille et de complexité. Nous pensons donc qu'il faut envisager de nouvelles modalités de vote reflétant l'hétérogénéité des marchés financiers de l'Union et les différents domaines d'expertise de chaque autorité nationale. Nous estimons également que, comme c'est le cas avec le vote à la majorité simple, les abstentions ne devraient jamais être comptabilisées comme un vote pour ou contre, quelle que soit la question soumise au vote.

■ **Remplacement du Conseil d'administration actuel par un Conseil exécutif**

En écho à la gouvernance de la future Autorité de lutte contre le blanchiment, l'AMAFI considère qu'un Conseil exécutif composé de quelques membres sélectionnés permettrait à l'AEMF de prendre certaines décisions plus efficacement.

L'objectif principal est de doter l'AEMF d'un processus décisionnel mieux guidé par le souci du bon fonctionnement des marchés financiers, en limitant les éventuelles interférences politiques et nationales. Cette évolution est d'une importance capitale non seulement pour l'agilité du processus de décision, mais également pour renforcer la stature internationale de l'AEMF.

► **Vers une supervision directe par l'AEMF**

Les établissements exerçant des activités paneuropéennes déclarent faire face à des approches qui diffèrent selon les autorités nationales compétentes. Cela entrave leur compétitivité, car il leur est plus difficile de mettre en place des processus et des outils harmonisés qui leur permettent de réduire le coût de leurs produits et services. Placer ces acteurs sous la supervision unique de l'AEMF présenterait des avantages du point de vue de la surveillance, de la conduite des activités (considérations liées au délai de mise sur le marché) et de l'égalité des conditions de concurrence.

Malheureusement, à ce stade, il ne semble pas envisageable de poursuivre un tel objectif par le biais d'un texte imposant une supervision directe par l'AEMF de l'ensemble des acteurs de marché. Tout d'abord, parce qu'il est peu probable que de nombreux États membres, sinon la plupart, concèdent le transfert de souveraineté qu'impliquerait l'acquisition par l'AEMF de pouvoirs de surveillance directe aussi génériques. Et ensuite, parce que la supervision directe au niveau européen n'est pas adaptée à tous les secteurs, ou n'apporte pas la même valeur ajoutée à tous les acteurs d'un secteur donné. Enfin, il est important de noter qu'une telle évolution implique que l'AEMF acquiert l'expertise et les ressources nécessaires à l'exercice de cette mission, ce qui implique une approche progressive.

L'AMAFI propose donc une approche suivant laquelle, pour les secteurs d'activité que les autorités européennes jugeraient prioritaires, les pouvoirs de supervision de l'AEMF seraient renforcés : l'AEMF serait responsable du cadre de surveillance et exercerait une surveillance directe et indirecte des acteurs en fonction de certains critères (importance de l'activité, activités transfrontalières, etc.). Alternativement, il pourrait être envisagé de mettre en place un dispositif permettant aux acteurs de marché d'exprimer leur intérêt à être placés sous la supervision directe de l'AEMF. Les conditions dans lesquelles ce mécanisme fonctionnerait nécessiteraient d'être précisées afin que, d'une part, l'AEMF puisse répondre aux demandes de transfert et exercer efficacement ses fonctions de surveillance tant



directe qu'indirecte, et, d'autre part, des conditions de concurrence équitables soient assurées pour l'ensemble du secteur concerné par cette possibilité.

Une telle approche, qui pourrait être considérée comme contribuant à la fragmentation des marchés de capitaux de l'UE, pourrait au contraire, si elle est gérée dans un cadre cohérent, renforcer la compétitivité des acteurs de marché ayant des activités paneuropéennes et réduire la fragmentation des pratiques de surveillance. Cette approche devrait également permettre un certain degré de flexibilité, car il pourrait être plus efficace pour les petites entités opérant localement de rester sous la supervision directe de leur autorité nationale, en coordination directe avec l'AEMF.

À moyen et long terme, l'AMAFI considère que la supervision unique en Europe doit être l'objectif ultime, car elle est une condition à l'effectivité de l'Union des marchés de capitaux. Il est impératif d'éliminer les exemptions nationales non coordonnées et d'empêcher la surréglementation nationale afin de mettre en place un Single Rulebook européen. Cela nécessite une AEMF renforcée, capable d'engager une collaboration étroite avec les autorités nationales et de favoriser leur alignement afin d'intervenir rapidement et de manière décisive dans les situations où les pratiques réglementaires divergent.

## f. Accroître l'agilité du processus législatif européen

Il est de la plus haute importance que l'UE trouve une solution pour accroître la réactivité de son processus législatif : il en va de sa compétitivité par rapport aux juridictions des pays tiers, généralement plus agiles d'un point de vue législatif.

Actuellement, le délai entre l'adoption d'une proposition de la Commission et sa publication au Journal officiel de l'UE est considérable. Ce délai peut porter préjudice aux activités des acteurs de marché de l'UE lorsque l'enjeu associé gagne en importance avec le temps qui passe et que leur capacité à fournir des services à leurs clients s'en trouve affectée. Ils risquent alors de perdre des clients au profit de concurrents opérant dans une juridiction qui n'impose pas les mêmes contraintes à leur offre de services.

L'Union devrait disposer des outils nécessaires pour assouplir son processus législatif trop rigide actuellement. À cet égard, l'AMAFI propose d'élargir le périmètre de la lettre de non-intervention qui peut être émise par les autorités européennes de surveillance, notamment l'AEMF, pour se rapprocher des prérogatives de la SEC aux États-Unis.

### **EMIR 3.0 : exemption de l'obligation de compensation pour les régimes de retraite tiers**

L'exemption de l'obligation de compensation accordée aux dérivés de gré à gré conclus par les organismes de régime de retraite en vertu de l'article 89 d'EMIR, valable initialement jusqu'au 16 juin 2019, puis prolongée par un acte délégué de la Commission européenne, a pris fin le 18 juin 2023.

Alors que les dérivés de gré à gré conclus avec des organismes de régime de retraite de l'UE sont désormais soumis à l'obligation de compensation, la Commission propose, par le biais d'EMIR 3.0, d'étendre cette exemption aux contrats avec des organismes de régime de retraite de pays tiers lorsqu'ils sont exonérés en vertu de leur propre cadre réglementaire (par exemple, les organismes de régime de retraite britanniques).

Pour garantir des conditions de concurrence équitables entre les acteurs britanniques et européens, il est essentiel, du point de vue de la compétitivité, qu'une forebearance soit accordée jusqu'à l'entrée en vigueur d'EMIR 3.0.



## 2. Deux réformes essentielles pour développer les marchés financiers de l'UE

Cette section se concentre sur deux axes de réforme qui, selon nous, devraient être prioritaires pour la période 2024 -2029 car essentiels à l'approfondissement des marchés de capitaux de l'UE. Ces deux axes sont véritablement structurants et auront des conséquences au-delà des marchés de capitaux, sur certains choix sociétaux et sur les modalités d'intégration dans l'UE. Il est donc peu probable qu'un consensus suffisant puisse être atteint rapidement entre les 27 États membres. Une approche suffisamment progressive et inclusive, **fondée en premier lieu sur des initiatives entre États membres ou sur l'optionnalité**, devrait donc être privilégiée, comme mentionné au point II. (*voir ci-dessus 1. a. Harmoniser lorsque c'est utile, promouvoir le partage des bonnes pratiques au niveau national et encourager les initiatives inter-États*).

Bien que cet aspect ne soit pas développé ci-après, il pourrait également être envisagé de renforcer l'efficacité de la mise en œuvre des politiques européennes grâce à l'implication des institutions supranationales de l'UE (par exemple, la Banque européenne d'investissement). Il s'agirait de compléter l'aspect réglementaire de ces politiques par une action publique poursuivant le même objectif, qui servirait d'incitation et de catalyseur pour atteindre les objectifs poursuivis (*voir ci-dessous l'exemple du rôle qu'un tel acteur pourrait jouer dans la titrisation, II. 2. b. Redynamiser le marché européen de la titrisation*).

### a. Orienter l'épargne vers l'investissement à long terme

Nous partageons l'objectif de la RIS (*Retail Investment Strategy*) d'améliorer l'accès des ménages de l'UE aux marchés financiers comme moyen d'améliorer la performance de leur épargne et d'accroître leur patrimoine.

#### **S'assurer que la RIS soit correctement calibrée pour répondre aux besoins des investisseurs particuliers et favoriser la compétitivité**

Le projet de *Retail Investment Strategy* (RIS) repose sur une approche axée sur les coûts. Toutefois, des produits simples et peu coûteux ne peuvent être considérés comme la seule réponse à la diversité des profils et des besoins des investisseurs particuliers. Ceci est d'autant plus important qu'il est nécessaire d'orienter l'investissement des ménages européens vers des produits durables, qui ne sont généralement ni les plus simples ni les moins chers.

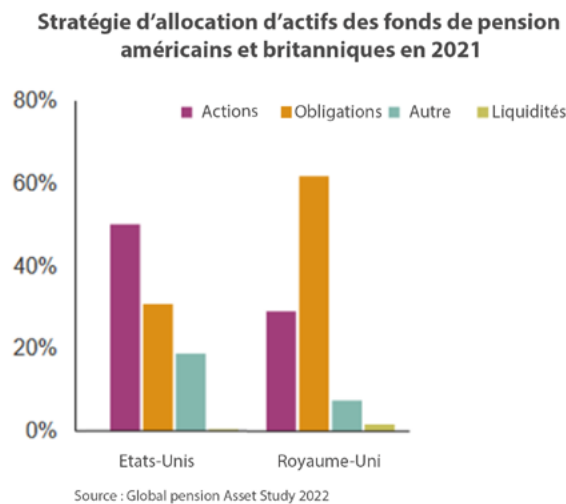
Par ailleurs, un certain nombre de réformes envisagées de MiFID II et PRIIPS pourraient avoir un impact défavorable sur la compétitivité des marchés de l'UE, limitant le choix offert aux investisseurs particuliers et, en définitive, réduisant leur appétit à investir sur les marchés financiers<sup>21</sup>.

La performance des instruments financiers et la qualité des services proposés devraient être des critères fondamentaux pour le calibrage de la RIS. Nous appelons donc la Commission et les colégislateurs à recalibrer la RIS et, en particulier, à supprimer l'interdiction partielle des *inducements* et le test du meilleur intérêt, et à considérer la performance attendue comme le premier critère de détermination des *benchmarks* de *Value for Money*, les coûts n'intervenant qu'ensuite.

21 Pour plus de détails, se référer à [AMAFI / 23-70](#)

Au-delà de la RIS, l'AMAFI est convaincue que les investissements directs et spontanés des particuliers ont peu de chances de générer des flux d'argent massifs, et encore moins vers des actifs risqués, d'autant que le cadre réglementaire décourage une telle prise de risque. Pourtant, l'économie européenne a besoin d'investissements stables à long terme qui impliquent une certaine prise de risque. Ce besoin est loin d'être satisfait, comme l'illustre l'important déficit d'investissement de l'Union.

Aux États-Unis, et dans une moindre mesure au Royaume-Uni, les marchés financiers constituent une source de financement profonde et stable pour les entreprises. Cela est dû en grande partie aux fonds de pension, qui déclenchent des investissements massifs en actions, comme le montre le graphique ci-dessous.



Même si ce type de systèmes de retraite n'existe pas dans la plupart des États membres de l'UE, cela met en exergue la nécessité pour l'UE de réfléchir à la manière d'encourager un tel financement de long terme. Le développement des fonds de pension étant principalement du ressort des États membres, la Commission européenne pourrait concevoir des mesures d'incitation pour le développement de véhicules d'investissement alternatifs qui transformeraient effectivement une part suffisante de l'épargne européenne en capital pour les entreprises et les projets structurels de l'UE, et contribueraient ainsi à combler le déficit d'investissement.

### Développer des incitations à l'investissement à long terme dans les entreprises de l'UE

Afin d'orienter l'épargne vers le capital des entreprises européennes et d'encourager l'investissement à long terme, l'Union pourrait élaborer un Plan européen d'épargne de transfert (*European Transfer Savings Plan - ETSP*) qui serait exonéré, jusqu'à un certain montant, des droits de transfert sur les successions, à condition qu'il soit investi dans des actions d'entreprises de l'UE, notamment des PME, et qu'une période de détention minimale de plusieurs années soit respectée. Cet instrument devrait être conçu dans le cadre d'un régime paneuropéen, avec des caractéristiques similaires et une surveillance uniforme dans l'ensemble de l'Union. La fiscalité demeurant une compétence nationale, les États membres seraient libres de refuser d'autoriser l'ETSP, mais ils pourraient être incités à l'adopter, par exemple en veillant à ce que seuls les montants investis dans le capital de sociétés enregistrées dans les États membres adhérant à l'ETSP puissent bénéficier de l'exonération des droits de transfert.



Enfin, l'expérience montre que l'investissement des particuliers sur les marchés de capitaux dépend fortement des incitations fiscales. Au sein de l'UE, la plupart des marchés domestiques dont l'épargne est investie en actions ont en effet mis en place des dispositifs d'allègement fiscal. Si un cadre réglementaire adapté et un bon niveau d'éducation financière peuvent contribuer à attirer les investisseurs particuliers sur les marchés de capitaux, le moyen le plus efficace d'accroître leur participation serait que la Commission européenne encourage vivement les États membres à élaborer des plans visant à développer ce type d'investissement. Ces plans pourraient inclure des incitations fiscales, dans la mesure du possible et des contraintes budgétaires réelles des États membres<sup>22</sup>.

## b. Redynamiser le marché européen de la titrisation

Même si les marchés financiers devraient jouer un rôle plus important dans le financement de l'économie européenne, les prêts bancaires restent essentiels pour certains projets et certaines entreprises, en particulier les PME. Dans ce contexte, et alors que le crédit bancaire constitue la principale source de financement des économies de l'UE, la titrisation est un outil indispensable pour les banques, en leur conférant une capacité accrue à offrir du crédit, tout en offrant aux investisseurs une plus grande variété d'opportunités d'investissement. Comme l'a souligné la Présidente de la BCE, Christine Lagarde, dans l'un de ses récents discours : « Une véritable UMC impliquerait la constitution d'un marché de la titrisation suffisamment important, permettant aux banques de transférer certains risques aux investisseurs, de libérer des capitaux et de débloquer des prêts supplémentaires. Aux États-Unis, les banques ont accès à un marché de la titrisation trois fois plus important qu'en Europe. Ce marché pourrait être encore plus puissant dans notre système financier s'appuyant sur les banques 23 ».

Toutefois, la titrisation reste largement sous-développée au sein de l'UE en raison des contraintes réglementaires. Il s'agit d'un enjeu crucial pour la compétitivité des banques de l'UE par rapport à leurs homologues de pays tiers (voir ci-dessus I. c. Favoriser la compétitivité des marchés de capitaux de l'UE), mais aussi et surtout d'une question stratégique pour l'autonomie financière de l'Union.

### Le marché européen de la titrisation

Comme le montre le rapport 2022 de l'ESRB<sup>23</sup>, le marché européen de la titrisation, qui s'élevait à environ 700 milliards d'euros au deuxième trimestre 2021, est beaucoup moins important que celui des États-Unis, de près de 9 800 milliards d'euros. Depuis la crise financière mondiale, le marché européen s'est contracté d'environ 40 %. Au deuxième trimestre 2021, le marché européen de la titrisation représente près de 2 % du total des actifs du système bancaire de l'UE.

Une action décisive des autorités européennes est donc nécessaire pour favoriser le développement d'un marché européen de la titrisation, à l'instar de celle qui a bénéficié aux autres segments du marché (obligations sécurisées, obligations d'État, obligations d'entreprise).

[Retour sur la liste des propositions de l'AMAFI](#)



22 Comme l'a souligné R. Buenaventura dans son discours d'ouverture à Eurofi : <https://www.cnmv.es/WebServices/VerDocumento/Ver?t=%7B4310787c-6640-428d-a593-3d0bbf4f1ec0%7D>

23 <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp231117~88389f194b.en.html>



Le cadre réglementaire de la titrisation devrait être revu, en particulier le règlement STS sur la titrisation et le règlement sur les exigences de fonds propres (CRR), afin de :

- Réviser les critères d'éligibilité des actifs titrisés en tant que garantie pour les opérations de mise en pension sur le marché de l'Eurosystème et pour les programmes d'achat de la BCE.
- Simplifier le processus d'évaluation des transferts de risques significatifs.
- Ajuster le traitement prudentiel de la titrisation pour les banques et les assureurs.
- Permettre le développement de la titrisation synthétique.
- Rehausser l'éligibilité de la titrisation dans le ratio de liquidité à court terme (LCR).
- Différencier les titrisations publiques et privées à des fins de déclaration.

En plus d'accélérer la rotation des actifs au bilan des banques de l'UE, ce dont elles ont grandement besoin, un marché européen de la titrisation développé et dynamique contribuerait à créer un actif sûr<sup>24</sup> au niveau de l'Union, en particulier s'il est soutenu par un **système de garantie paneuropéen** bien calibré. Cet actif sûr constituerait l'épine dorsale de l'approfondissement et de l'intégration des marchés de capitaux de l'UE, un facteur d'attractivité pour les investisseurs des pays tiers et un catalyseur du rôle de l'UE dans le monde. Nous encourageons donc les autorités européennes à envisager la mise en œuvre d'un tel système de garantie, par exemple au niveau de la BEI.

[Retour sur la liste des propositions de l'AMAFI](#)



24 Titrisation d'actifs bancaires ou de dette souveraine dans la limite du Pacte de stabilité et de croissance.



*Plus d'informations sur ce rapport sur  
[www.amafi.fr](http://www.amafi.fr)*