

An English version is  
available after page 9.

## **UNION DES MARCHES DE CAPITAUX (UMC)**

### **Réflexion AMAFI**

L'objectif d'une plus grande intégration européenne des marchés des capitaux s'inscrit dans un contexte européen bien particulier : absence de croissance économique et glissement rapide vers un nouveau modèle de financement, plus axé vers les marchés.

L'UMC, un concept vague au moment de son lancement, repose sur l'idée qu'une intégration renforcée permettra de développer le financement des entreprises, notamment les PME et les ETI, pilier de la croissance, et ainsi de favoriser la reprise économique en Europe.

Elle repose également sur l'idée que celle-ci améliorera nécessairement l'accès de tous les acteurs au financement par les marchés.

Il faut cependant garder à l'esprit que si l'offre de financements peut sans aucun doute être améliorée, c'est surtout l'atonie de la demande qui est actuellement d'abord en jeu. Et celle-ci n'est que le reflet de la profonde incertitude dans laquelle sont les entreprises quant à l'intérêt qu'elles ont à investir.

Pour autant, tout effort collectif visant à faciliter au niveau européen le fonctionnement des marchés, appelés à jouer un rôle sensiblement accru dans le financement de l'économie, et à les développer activement, est indispensable. Mais l'objectif premier doit être clairement le développement du financement par le marché, l'harmonisation étant un moyen à cet effet.

L'Europe a en effet besoin de marchés financiers efficaces et diversifiés, impliquant une pluralité de places et d'acteurs, proches des émetteurs comme des investisseurs, et capables d'irriguer les économies locales. Au stade actuel de l'intégration des marchés européens, une UMC ambitieuse doit d'abord servir cet objectif ce qui ne pourra être le cas si elle est conçue sur la seule base d'un principe de convergence littérale des textes.

L'UMC devrait ainsi assurer la mise en place de modèles de financement par le marché propres à répondre aux besoins de tout type d'émetteur et investisseur. Compte tenu cependant des besoins des acteurs et des réalités politiques et économiques européennes, il est notamment important d'assurer la promotion, à l'échelle locale, de places de marchés diversifiées et liquides, les mieux à même de répondre aux besoins des petites et moyennes entreprises et des investisseurs locaux.

C'est dans cet esprit que l'harmonisation doit être envisagée. Il s'agit de doter l'Europe d'un cadre réglementaire adapté, visant d'abord le développement et le bon fonctionnement des marchés (sécurité, protection adaptée des investisseurs diversité des modèles de marchés, cadre spécifique pour les PME/ETI etc.) et servant des écosystèmes multiples, selon le principe de subsidiarité.

L'Europe pourra alors jouer un rôle d'impulsion, pour qu'au niveau des Etats membres, et en fonction de leurs particularités locales, soient menées les réformes permettant de lever les entraves nationales au développement du financement de l'économie par les marchés.

Pour finir, l'enjeu ultime sera, une fois ce cadre défini de façon adéquate, de le transformer en réalité.

## I. Un contexte européen marqué par une faible croissance et l'accentuation du rôle des marchés

### • Une priorité affichée

La réalisation de l'Union des marchés des capitaux (UMC) constitue une des priorités affichées de Jean-Claude Juncker, le nouveau Président de la CE et de Jonathan Hill, le nouveau Commissaire en charge du portefeuille Stabilité financière, Services financiers et Union des marchés de capitaux.

### • Un contexte particulier

L'UMC s'inscrit dans un contexte économique européen et réglementaire bien particulier :

- Une croissance économique atone.
- Un financement de l'économie qui doit désormais se développer selon un modèle de financement reposant davantage sur le marché et moins sur le crédit bancaire, du fait du nouveau cadre prudentiel (ratio de liquidité, fonds propres...) qui contraint les banques dans leur rôle traditionnellement très important de financement de l'économie européenne.

### • Une démonstration qui reste à faire

L'UMC repose sur le postulat selon lequel une intégration des capitaux améliorera nécessairement le financement de notre économie, en particulier celui des PME.

Feuille de route de JC Juncker « *A plus long terme, je suis d'avis que nous assortissions les nouvelles règles bancaires européennes d'une **Union des marchés de capitaux**. Pour améliorer le financement de notre économie, nous devrions développer et intégrer davantage les marchés de capitaux. Cela pourrait réduire les coûts de financement, notamment pour les PME, et contribuer à réduire notre très forte dépendance en matière de financement bancaire. Cela permettrait aussi de renforcer l'attractivité de l'Europe en matière d'investissements* ».

## II. L'harmonisation réglementaire, considérée comme axe essentiel de l'intégration des marchés de capitaux, est déjà largement réalisée

### • Intégrer les marchés de capitaux n'est pas un objectif nouveau

- L'intégration des marchés de capitaux n'est que la mise en œuvre de l'un des piliers fondateurs du marché unique : la libre circulation des capitaux est l'une des quatre libertés fondamentales que la création du marché unique a eu l'ambition de réaliser, et que la mise en place de l'Euro a amplifiée entre les Etats membres y participant.

- Depuis 1973, de nombreuses mesures contribuant à l'intégration dans le domaine financier, et en particulier en matière de marché, ont été actées. Elles ont été accélérées avec le programme pour le marché unique (1986) d'abord, le Plan d'action pour les services financiers - PASF (1999) ensuite. Ce PASF a en effet lancé un programme ambitieux et soutenu en vue d'harmoniser la réglementation financière, la reconnaissance des réglementations nationales et les règles de surveillance prudentielle (pour une liste des législations, cf. Annexe 3 du document AFME).
- Les réglementations adoptées dans le contexte de la crise financière survenue en 2007 ont encore accéléré fortement le processus d'harmonisation : droit des sociétés, transparence et sécurisation des opérations sur les marchés financiers, protection de la clientèle → EMIR, MAR / MAD, MIF, supervision etc. Cf. bilan des réformes de Barnier.
- **Mais la démarche d'intégration est parfois mise en échec**

Le processus européen est un processus de négociation qui suppose de pouvoir trouver des majorités qui ne se constituent que pour autant que les intérêts propres de chaque partie prenante soient suffisamment préservés. Dès lors :

- De nombreux textes à visée d'harmonisation ont, en réalité, conduit à des arbitrages laissant la voie à des aménagements nationaux (dérogation, adaptation), diminuant de fait la portée réelle de l'harmonisation : la directive OPA en est l'exemple le plus frappant, mais on peut aussi citer Transparence, MAR/MAD 2, etc.
- D'une autre façon, le mécanisme de la coopération renforcée, s'il ouvre la possibilité à un certain nombre d'états-membres de progresser dans l'intégration, conduit à une situation où le cadre réglementaire dans lequel opèrent les acteurs européens n'est précisément pas harmonisé au sein de l'Union, ouvrant ainsi la voie à des arbitrages (TTFE).
- D'autres textes ont été tout simplement retirés de la négociation en raison de l'impossibilité à trouver des compromis.

Est-il alors réaliste d'espérer que les raisons qui ont conduit hier à limiter la volonté d'intégration puissent être surmontées dans le cadre de l'UMC ?

- **L'intégration qui reste à mener constitue-t-elle un véritable enjeu en termes de financement de l'économie ?**

Des voies de progression pour une plus grande intégration demeurent, et certaines sont d'ailleurs en cours : *règles comptables, droit des sociétés, droit boursier, (titrisation, placement privé, prospectus...)*. Il reste toutefois à démontrer que le supplément d'intégration qui serait ainsi réalisé aurait un réel impact en faveur d'un développement du financement par le marché.

### **III. L'intégration / convergence des marchés a de réelles limites qui doivent être prises en compte**

- **Elle se heurte aux cadres institutionnels, culturels et sociaux des Etats membres**

La mise en œuvre d'une intégration des marchés de capitaux beaucoup plus poussée qu'actuellement nécessiterait d'intervenir dans des domaines hautement sensibles car touchant aux droits régaliens des Etats membres. Quatre grands domaines sont souvent mis en avant comme levier important de déblocage des investissements transfrontières :

- **Fiscalité** : Une intégration des politiques fiscales offrirait un levier indéniable, notamment pour orienter l'épargne vers l'investissement de long terme. D'autant plus d'ailleurs que l'on parle de PME et ETI qui dépendent d'abord de bassins d'épargne de proximité pour lesquels la fiscalité joue un rôle directeur de premier plan. Elle est cependant particulièrement difficile à envisager car suppose un transfert de souveraineté que l'on sait d'autant plus improbable qu'il requiert l'unanimité. La coordination des politiques fiscales devrait néanmoins constituer un minima, en la matière.
- **Droit des procédures collectives** : Harmoniser les droits applicables en matière de procédures collectives et de sûretés réelles constituerait une réforme de grande ampleur, très complexe à réaliser compte tenu de l'imbrication étroite de ces règles dans chaque système juridique national. En ce sens, elle apparaît peu réaliste.
- **Droit des titres** : L'un des enjeux de ces dispositifs est le niveau de protection qu'il confère aux investisseurs au travers de la reconnaissance au profit du titulaire du titre, soit d'un droit de propriété, soit d'un droit de créance. Dans un environnement post-crise financière, envisager une harmonisation autrement que sur la base du système le plus protecteur et le plus sûr, soit le système continental, serait politiquement injustifiable.
- **Régulateur unique** : Cette solution est souvent perçue comme permettant de pallier les arbitrages réglementaires pouvant résulter de divergences dans la mise en œuvre de la réglementation européenne et/ou la supervision au sein des Etats membres. La réalité est cependant celle de contextes culturel, économique et juridique propres à chaque Etat, au sein desquels les régulateurs et les politiques demeurent avant tout responsables devant leurs propres institutions nationales et leur électeurat. De ce point de vue, la capacité des régulateurs à maintenir l'intégrité de leurs marchés nationaux est, par exemple, importante. Si la perspective d'un régulateur unique semble donc peu réalisable, en tout cas à court ou moyen terme, l'instauration d'un mécanisme de suivi, sur le modèle de ce qui avait été réalisé pour CESR avec le Groupe interinstitutionnel de surveillance des marchés des valeurs mobilières (*Inter-institutional Monitoring Group - IIMG*) devrait être sérieusement considéré. Ce groupe, à l'époque mis en place sous l'égide des institutions européennes et composé d'experts indépendants, avait pour vocation d'évaluer l'avancement de la mise en œuvre du processus Lamfalussy, qui lui-même visait à créer un système de régulation plus efficace des marchés des valeurs mobilières en Europe. Un dispositif de ce genre est très important pour assurer l'adéquation effective du dispositif de régulation européenne par rapport aux enjeux.

En tout état de cause, sur chacun de ces domaines, on doit observer qu'aucun n'est un frein à ce que les grands émetteurs multinationaux aient déjà pleinement accès aux marchés européens et mêmes internationaux. Pour quoi alors la situation serait-elle fondamentalement différente pour les PME et les ETI ?

- **Plus d'intégration ne garantit aucunement le développement du financement par les marchés**

A cet égard, il est intéressant de constater que les Etats Unis, dont le modèle de financement de l'économie repose très largement sur les marchés, n'ont certainement pas un cadre juridique homogène, notamment dans sa dimension fiscale, contrairement à l'image qui en est parfois donnée en opposition à celle de l'Europe.

Cet exemple mériterait d'être analysé de manière approfondie, l'élément culturel constituant sans doute un élément de différenciation majeur en termes de comportement des investisseurs et des émetteurs de part et d'autre de l'Atlantique.

- **Une intégration toujours plus poussée n'offre pas nécessairement le modèle de développement économique par les marchés le plus efficient pour l'Europe**

Une intégration comprise comme uniformisation totale conduit de façon quasi inéluctable à la concentration des places et des acteurs.

- Peut-il être positif pour les émetteurs et les investisseurs de voir l'Europe dominée par une ou deux grandes places financières, avec la conséquence pour chaque Etat membre de voir le financement de son économie en devenir dépendant ?
- Peut-il être positif également que cette concentration s'opère au bénéfice de quelques acteurs de marché, de taille toujours plus importante, au détriment d'acteurs locaux en mesure de servir des besoins locaux ?

En termes d'efficacité économique, il est important que plusieurs modèles de financement puissent coexister. Dans ce cadre, tant la présence de grands acteurs et de places financières à vocation internationale que la préservation d'écosystèmes de marché locaux performants sont importantes. En témoigne dans ce dernier cas l'essor du marché Euro PP dont l'ambition est d'offrir, notamment aux ETI, et d'abord sur une base locale, une alternative attractive et viable de financement par le marché à leurs financements bancaires habituels.

- Les marchés de capitaux sont déjà largement intégrés pour les grandes capitalisations. Aller plus loin en ce qui concerne les marchés actions signifierait sans doute aller vers un lieu de cotation unique et la suppression du lien local, notamment en termes de surveillance du marché. . Pour l'Europe, serait-il réellement optimal d'un point de vue économique que les centres de décision / sièges sociaux des grandes compagnies, déjà fortement internationalisées, se portent tous au final vers la place financière la plus développée ? Serait-ce le bon moyen pour rapprocher les marchés et la population ?

L'intégration / harmonisation a jusqu'à présent été largement conçue et réalisée dans une perspective centrée sur les « grandes capitalisations ». Ce n'est plus le cas désormais : l'enjeu déjà rappelé, est celui des ETI et des PME afin de leur assurer un meilleur accès aux bassins de financement européens. C'est un enjeu majeur puisque l'on sait que la croissance dépend surtout des PME qui représentent les deux tiers des emplois du secteur privé au sein de l'Union européenne.

Or, dans la réalité, les PME et beaucoup d'ETI sont financées dans une large mesure à l'échelle locale. Et l'on voit mal que cette réalité puisse évoluer rapidement alors que des leviers comme celui de la fiscalité ne sont pas disponibles : les investisseurs européens franchissent plus difficilement les frontières lorsqu'il s'agit d'investir sur des entreprises moyennes ou petites tout simplement parce que l'enjeu économique unitaire est faible alors qu'est massif l'investissement à réaliser pour comprendre et analyser l'environnement économique, juridique et culturel dans lesquels sont immergées ces entreprises.

Chaque Etat européen, du fait de son modèle institutionnel, culturel et social spécifique, possède ainsi des leviers économiques qui lui sont propres.

#### IV. Dans cette perspective, quels objectifs pour l'Europe ?

En partant du constat qu'une intégration/ unification des marchés parfaite, qui conduirait à libérer complètement les flux financiers de toutes entraves nationales n'est, pour les raisons précédemment exposées, ni réalisable, ni souhaitable, comment concevoir alors l'Union des marchés de capitaux ?

Si l'on considère que l'objectif principal est d'activer les leviers de la croissance européenne, notamment en favorisant le financement par le marché tout en reconnaissant que cette évolution doit s'effectuer au bénéfice de tous les échelons économiques, cela signifie que l'UMC devrait être construite autour de 4 principes.

##### PRINCIPES :

1. **Mettre la priorité au développement des marchés et notamment des compartiments insuffisamment développés comme la titrisation, les PME ETI, l'EuroPP etc. avec un objectif de résultat concret.**
2. **Harmoniser les règles applicables aux valeurs et produits paneuropéens par taille ou nature, le cas échéant définir des standards communs pour développer ces marchés.**
3. **Reconnaître l'utilité des marchés locaux ou régionaux lorsque ceux-ci, de façon plus adaptée qu'un marché paneuropéen, servent les intérêts des émetteurs et des investisseurs.**
4. **Assurer l'existence d'un environnement propice au bon fonctionnement et au développement vivant de ces marchés par la mise en place d'un cadre commun approprié et construire une approche réglementaire européenne en matière financière, à l'aune de ces objectifs.**

La mise en œuvre de ces principes implique de :

- **Mener des évaluations d'impacts croisées**

Beaucoup de textes, surtout dans la période post-crise, ont été mis en chantier par rapport aux objectifs assignés à chacun mais sans analyser leurs impacts croisés en termes de bon fonctionnement des marchés, et particulièrement de leur capacité à contribuer efficacement au financement de l'économie européenne.

Il est indispensable que ces impacts croisés soient maintenant analysés, y compris dans leurs aspects fiscaux, par rapport tant aux législations déjà adoptés (EMIR, Bâle 3...) qu'à celle en voie d'adoption (MIF2, MMF...), en discussion (Séparation bancaire, ...) ou projetées ...

- **Ne pas avoir peur de revoir certaines législations qui se révéleraient nocives pour le développement de l'économie européenne**
  - Revoir les règles prudentielles restrictives pour le financement par le marché (ratios prudentiels, opportunité d'appliquer en Europe les règles du Comité de Bâle à l'ensemble des établissements...).

- Revoir radicalement le projet de réforme des structures bancaires : l'actuel projet hypothèque drastiquement les capacités des banques à opérer sur les marchés et notamment à fournir de la liquidité.
  - Noter les conséquences désastreuses d'une TTFE large pour les économies de la zone concernée, voire au-delà.
  - Reconnaître que le traitement aujourd'hui envisagé de l'analyse financière la contraint tant qu'elle ne sera plus viable notamment en ce qui concerne les PME/ETI.
- **N'envisager de nouvelles réglementations que si elles sont réalisables et indispensables à la réalisation des objectifs précités**

## V. Mesures concrètes

Cette approche peut se décliner en une série de mesures concrètes.

- **Mettre en place un cadre commun adapté aux PME / ETI**

Pour ce faire, un texte transversal, dont l'objectif est de faciliter l'accès au marché des PME et des ETI, doit être élaboré avec pour principes directeurs :

- La facilitation de la cotation en posant des obligations adaptées à ces entreprises au regard du cadre aujourd'hui défini par les directives Prospectus, Transparence, Abus de marché, etc. qui limitent les coûts associés.
  - La préservation et le développement des outils vitaux pour le fonctionnement des marchés accessibles aux PME et aux ETI, que sont particulièrement la tenue de marché / animation de marché et la production de recherche / analyse financière.
- **Créer un label commun pour les titrisations utiles**

Cela suppose d'abord de véhiculer l'idée que la titrisation peut être bonne et indispensable.

Cela suppose aussi de revoir les textes prudentiels pour rendre la titrisation viable.

Cela suppose enfin des adaptations spécifiques :

- S'agissant des PME/ ETI, la titrisation nécessite des éléments de sécurisation tels que la contribution d'une institution type BEI sur les tranches junior, ainsi que des institutions nationales, capable de racheter ces tranches, et l'acceptation par la BCE.
- S'agissant de la titrisation immobilière, un label européen est désirable.

La diversité des cadres nationaux constitue en effet une barrière à la création d'un marché européen de la titrisation immobilière. Un tel label axé autour de critères tels qu'un ratio de 30 % entre les mensualités et les revenus, un apport minimum de 10 – 15% et nécessitant une révision du régime des sûretés devrait être envisagé.

- **Favoriser les formules de placements alternatifs, types EuroPP, TCN, avec une harmonisation au moins par zone monétaire**

Les travaux de la Place de Paris sur le modèle Euro PP qui trouvent aussi leur traduction au niveau européen dans le cadre des travaux conduits par l'ICMA témoignent à la fois d'un besoin d'harmonisation/uniformisation d'un modèle qui correspond à un besoin paneuropéen et de la nécessité d'une déclinaison nationale mieux adaptée aux particularités locales et plus apte de ce fait à répondre à l'objectif premier de financement des ETI nationales.

Les travaux de Place concernant les titres de créances négociables (TCN) visent quant à eux à attirer davantage les investisseurs européens et internationaux vers un marché national qui s'est imposé depuis plusieurs années comme un dispositif central dans le financement à court et moyen terme des grandes entreprises et des banques françaises. La promotion de ce marché impose de s'adapter aux normes et pratiques de marché internationales.

- **Contribuer à la mise en place d'investisseurs de long terme pour consolider l'actionnariat européen**

Le système de financement de l'économie européenne devenant plus dépendant des marchés, il est important que ce développement ne se fasse pas au bénéfice premier d'investisseurs non européens dont les entreprises européennes deviendraient excessivement dépendantes.

Il faut donc des structures d'investissement à long terme, insuffisamment nombreuses et puissantes aujourd'hui en Europe, au moins dans la majorité des pays.

Une large partie de cette problématique est directement liée à celle des systèmes de retraite et de leur capacité à investir à long, voire très long terme.

De ce point de vue, un schéma commun européen de fonds de pension, non obligatoire, doté d'un avantage fiscal minimal harmonisé, majoritairement investi sur des actions européennes, offrirait un levier très puissant pour les marchés européens.

- **Mettre en œuvre un cadre adapté et spécifique pour les marchés de matières premières**

Les marchés de dérivés sur matières premières sont de nature très particulière en raison de la nature de leurs sous-jacents, des marchandises.

Ils sont très importants pour les utilisateurs finaux européens (producteurs, fabricants, consommateurs) en tant qu'outils de couverture de leurs risques ou de sécurisation de la livraison.

Une harmonisation au niveau international serait la plus pertinente mais elle ne peut être envisagée aisément. Dans ces conditions, il est important que l'Europe reconnaisse la spécificité et l'importance des ces marchés en :

- les traitant en tant que tels, par la création d'un cadre dédié, et non plus de manière incidente au sein des textes financiers généralistes.
- encadrant de façon appropriée tous les acteurs de ces marchés.

- **Mettre en place des outils propres à assurer la sécurité et la résilience des infrastructures de marché européennes**
  - Favoriser les outils communs permettant une meilleure surveillance des marchés par les régulateurs : référentiels centraux, base de données communes...
  - Sécuriser le cadre opérationnel des chambres de compensation, de nature systémique, par une réglementation commune appropriée.



## CAPITAL MARKETS UNION

### AMAFI review

Integrating capital markets more closely is an objective that coincides with a highly specific European context marked by flat economic growth and a fast-paced shift towards a new, market-oriented financing model.

The recently launched Capital Markets Union (CMU) is still a vague concept. It is predicated on the idea that closer integration is a way of developing funding for businesses, particularly small and medium enterprises (SMEs) and mid-tier companies, which are the major engines of growth. This, in turn, would spur economic recovery in Europe.

Another fundamental idea is that the CMU would surely give all economic agents easier access to market funding.

That said, although the supply of finance can certainly be improved, the key issue now is slack demand, which simply reflects the fact that companies are deeply uncertain about why and whether they should invest.

Be that as it may, any collective effort at European level to help markets function better and to actively develop them is absolutely vital because they are bound to play a much greater role in financing economic activity. Nevertheless the main goal should be to develop market funding, and harmonisation is a means to that end.

Europe needs efficient and diversified financial markets, which implies multiple financial centres and market participants that are close both to companies and to investors and that can provide funding for local economies. Given the current state of market integration in Europe, an ambitious CMU needs to serve that objective first and foremost. This will not be the case if the sole design principle is nothing more than a convergence of rules and regulations.

Accordingly the CMU ought to enable the development of market-based financing models that meet the needs of all types of issuers and investors. However, in view of those needs, and also of the political and economic realities in Europe, it is vitally important to promote diversified and liquid markets at local level. After all, these markets are best able to address the requirements of SMEs and local investors.

This principle should be the guiding spirit behind harmonisation. The aim is to give Europe an appropriate regulatory framework that, based on the subsidiarity principle, not only seeks the development and orderly operation of markets through features such as proper security, investor protection, a diversity of market models and a framework designed specifically for SMEs and mid-tier companies, but that also serves a variety of ecosystems.

Under these circumstances, Europe will be able to take the lead role in ensuring that reforms are introduced at the level of Member States, according to their own particularities, in order to lift national barriers to the expansion of market-based financing for economic activity.

In sum, the ultimate aim will be to convert the CMU framework into practical action once it has been adequately defined.

## VI. A specific context in Europe: weak growth and a greater role for markets

- **A clear priority**

Creating a Capital Markets Union (CMU) is one of the priorities of Jean-Claude Juncker, the new President of the European Commission, and Jonathan Hill, the new Commissioner for Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union.

- **A specific situation**

The CMU is part of a specific economic and regulatory situation in Europe, marked by the fact that:

- Growth is flat, and
- Economic activity will have to be financed in future through a model that relies more on capital markets and less on bank lending. This is because the new prudential rules governing aspects such as equity capital and liquidity are restricting banks from playing their traditionally substantial role in financing the European economy.

- **A premise yet to be proven**

The CMU is based on the premise that capital integration is bound to improve the financing of our economy, especially SMEs and mid-sized firms.

Statement by Jean-Claude Juncker: "Over time, I believe we should complement the new European rules for banks with a Capital Markets Union. To improve the financing of our economy, we should further develop and integrate capital markets. This would cut the cost of raising capital, notably for SMEs, and help reduce our very high dependence on bank funding. This would also increase the attractiveness of Europe as a place to invest".

## VII. Regulatory harmonisation, seen as a vital to capital market integration, is broadly complete

- **The goal of integrating capital markets is not new**

- Capital market integration is simply the embodiment of one of the foundations of the single market. Free movement of capital is one of the four fundamental freedoms which the creation of the single market was intended to bring about and which were enhanced by the introduction of the euro in participating Member States.
- Various measures contributing to financial integration, particularly as regards capital markets, have been taken officially since 1973. They were accelerated by the Single Market Programme (1986), followed in 1999 by the Financial Services Action Plan (FSAP). The FSAP kicked off a sustained, ambitious programme aimed at harmonising financial regulation, recognition of national regulations, and prudential supervision rules (see Annex 3 of the AFME document for a list of legislative acts).

- The regulatory measures adopted in the wake of the 2007 financial crisis gave a further strong boost to harmonisation. Issues such as company law, transparency and security of financial market transactions, supervision and client protection were addressed through, among others, the European Market Infrastructure Regulation (EMIR), the Market Abuse Regulation (MAR) and Market Abuse Directive (MAD), and the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID).

- **But the process has sometimes been thwarted**

The European process is based on negotiation. This means being able to put together majorities, which can be formed only if the underlying interests of each of the stakeholders are sufficiently safeguarded. As a result:

- Numerous pieces of legislation intended to bring about harmonisation actually led to trade-offs that let countries bring in adjustments, waivers and other modifications, thereby detracting from real harmonisation. The most striking instance is the Takeover Directive, but other examples can be found in the Transparency Directive, MAR / MAD II, and so on.
- From a different perspective, the enhanced cooperation mechanism does indeed allow a number of Member States to move further towards integration but, in doing so, it leads to a situation where the regulatory framework in which European market participants are operating is not harmonised across the European Union (EU). This paves the way for trade-offs on matters such as the financial transaction tax.
- Other draft laws or regulations have been quite simply withdrawn from the negotiation process for want of compromises.

Under these circumstances, is it realistic to hope that the factors which, in the past, have dampened the desire for integration can be overcome through the CMU?

- **Is further integration really key to financing economic activity?**

Paths towards greater integration still exist and some are now being explored, for example accounting rules, company law and securities law (securitisation, private placement, prospectuses, etc.). It nevertheless remains to be shown that the additional integration delivered by these measures will really contribute to developing market funding of economic activity.

## **VIII. The real limits to market integration and convergence have to be taken into account**

- **Integration clashes with Member States' institutional, cultural and social frameworks**

Integrating capital markets much more tightly than at present would mean intervening in a number of areas that are highly sensitive because they impinge on the essential rights of Member States. Four main areas are often presented as being instrumental in unlocking cross-border investments:

- **Taxation:** Integrating tax policies would certainly be key, especially for channelling savings into long-term investment. This is especially important because SMEs and mid-tier companies depend on local savings streams, where taxation plays a prominent role. However, harmonised taxation is truly hard to envisage because it would entail a transfer of sovereignty, which is very unlikely because it would require unanimous agreement. Even so, coordinating tax policies should be a minimum requirement.

- **Insolvency law:** Harmonising the laws on insolvency and security interests would constitute a sweeping reform. But it would also be hard to bring about because the rules involved are closely intertwined in each national legal system.
- **Securities law:** One of the main aspects of securities law is the degree of protection it affords investors by recognising a security holder's right of ownership or right of claim. In this post-crisis period, it would be politically indefensible to consider harmonisation unless based on the safest and most protective of systems, namely that of continental Europe.
- **Single regulator:** This solution is often seen as the way to overcome regulatory arbitrage arising from the differing ways that Member States implement European regulation and/or supervision rules. However, real outcomes depend on the cultural, economic and legal factors specific to each country, where regulators and politicians are chiefly concerned with their own national institutions and voters. From this perspective, it is important that regulators should be able to preserve the integrity of their national markets.

While the prospect of creating a single regulator seems unlikely to be fulfilled, at least in the short to medium term, serious thought should be given to introducing a monitoring mechanism along the lines of the Inter-institutional Monitoring Group (IIMG) set up for CESR. Originally established under the auspices of the European institutions and made up of independent experts, the IIMG was tasked with assessing progress on the Lamfalussy process, which aimed to create a more efficient system for regulating securities markets in Europe. This type of arrangement is vital for ensuring that Europe's regulatory framework is fit for purpose.

It has to be said that none of these issues will hinder major international issuers, which already have full access to European and even global markets. Why should the situation be different – and radically so – for SMEs and mid-tier companies?

- **Closer integration is no guarantee that market-based financing will develop**

Interestingly, the United States, where the economic financing model is largely market-based, certainly does not have a uniform legal framework, particularly as regards taxation. This contrasts with the image sometimes portrayed as being the direct opposite of the European situation.

This example merits closer analysis because one of the main reasons for the differing behaviour of investors and issuers in Europe and the United States is cultural.

- **Ever closer integration does not necessarily give Europe the most efficient market-based economic growth model**

Integration in the sense of total uniformity will lead almost inevitably to the concentration of financial centres and market participants.

- Would it be good for issuers and investors if Europe were dominated by one or two major financial centres, meaning that each Member State would have to depend on them to finance its economy?
- Likewise, would it be good if this concentration benefited a handful of ever-larger market participants, at the expense of local firms capable of meeting local needs?

For the sake of economic efficiency, it is important that several financing models should exist alongside each other. In this regard, it is equally important to have major firms and globally oriented financial centres while preserving efficient local market ecosystems. The latter point is illustrated by the rapid growth of the market in European private placement, or Euro PP, which aims first and foremost to provide mid-tier companies with an attractive, viable and mainly local market-funding alternative to the usual bank-based financing.

- Capital markets are already closely integrated when it comes to large-cap stocks. For equity markets, going one step further would probably mean moving closer to a single listing structure and eliminating local links, especially for market surveillance. From an economic standpoint, would it really be in Europe's best interest if the decision-making centres and/or head offices of major companies, which are already very globalised, all relied on the biggest financial centre? Would this really be a good way to bring people closer to their markets?

Until now integration/harmonisation was basically designed and carried out with large-caps in mind. This is no longer so. As mentioned earlier, the key focus is now to give SMEs and mid-tier companies better access to European funding pools. This is vitally important because it is well known that growth depends above all on SMEs, which account for two-thirds of private-sector employment in the EU.

But in fact, SMEs and many mid-tier companies raise most of their financing locally. It is hard to see how this situation could change quickly if other growth facilitators, such as taxation, are unavailable. European investors are more reluctant to cross borders for SMEs simply because the individual economic stakes are small whereas the investments needed to analyse and understand the firms' legal, economic and cultural environments are huge.

Thus each European Member State has its own economic drivers because of its specific institutional, cultural and social model.

## **IX. What goals for Europe?**

On the premise, explained above, that full market integration/unification would lift all national barriers to financial flows is neither feasible nor desirable, how should CMU be construed?

Assuming the main aim is to activate Europe's growth drivers, especially by encouraging market funding, and acknowledging that every level of the economy has to benefit from this advance, the CMU should be built on four principles.

### **PRINCIPLES**

- 5. Give priority to the development of markets, especially underdeveloped segments such as securitisation, SMEs and mid-tier companies, with a view to achieving substantive results.**
- 6. Harmonise the rules on securities and products that are pan-European by size or nature, and, where appropriate, set common standards for growing these markets.**
- 7. Recognise that local or regional markets can be useful, particularly when they serve the interests of issuers and investors more appropriately than a pan-European market does.**

- 8. Maintain an environment that helps these markets operate smoothly and develop briskly; this should be done by introducing an appropriate common framework and constructing a European approach to financial regulations that addresses these objectives.**

Putting these principles into practice will imply the following:

- **Carry out cross-impact studies**

A substantial amount of legislation was set in motion, especially in the post-crisis period, to meet individual objectives. But no effort was made to compare and contrast the resulting impact on the orderly operation of markets, notably whether they would contribute effectively to financing the European economy.

It is crucial that these cross-impacts – including on taxation – should now be analysed in relation not only to the rules and regulations that have already been enacted (EMIR, Basel 3, etc.) but also those about to be adopted (MiFID 2, Money Market Funds, etc.), under discussion (banking separation, etc.) or on the drawing-board.

- **Have no qualms about revisiting legislation that might stunt the development of the European economy**

- Review prudential rules that restrict market funding, including prudential ratios and the question of whether Basel Committee rules should be applied to all financial firms in Europe.
- Radically revisit plans to reform banks. In its current state, the plan drastically curtails banks' ability to operate on markets and, in particular, to supply liquidity.
- Acknowledge that a broad-based financial transaction tax would have a calamitous impact not just on the EU economies concerned but also farther afield.
- Admit that the planned treatment of investment research is highly restrictive, to such an extent that it will no longer be viable, especially with regard to SMEs and mid-tier companies.

- **Plan no new regulations unless they are feasible and vital to achieving the above objectives.**

## **X. Practical measures**

This approach can be transposed into practical measures.

- **Set a common framework suitable for SMEs and mid-tier companies**

To that end, an overarching law allowing easier market access for SMEs and mid-tier companies needs to be drawn up. The key principles should be:

- Facilitating public listing for these firms by setting appropriate requirements that fit into the current framework, which has been established by various directives (Prospectus, Transparency, Market Abuse, etc.) and puts a cap on listing costs.
- Maintaining and developing the tools needed to operate markets accessible to SMEs and mid-tier companies, notably market making, liquidity provision and production of investment research.

- **Establish a common label for useful securitisation**

The first step is to put across the idea that securitisation is both positive and vital.

In parallel, prudential rules should be revisited in order to make securitisation viable.

Another step will be to make specific changes:

- For SMEs and mid-tier companies, securitisation will require protective features such as a contribution from an institution like the European Investment Bank on junior tranches, as well as from national institutions that can buy these tranches, and acceptance by the European Central Bank.
- A European label should be introduced for real-estate securitisation.

At present, differences in national frameworks are standing in the way of a European market in real-estate securitisation. To overcome that hurdle, plans should be made for a label based on criteria such as a 30% ratio between monthly payments and income, a minimum down-payment of between 10% and 15%, and revising the rules on sureties.

- **Encourage alternative investments such as the Euro PP and marketable debt instruments, harmonised at least by currency area**

The work undertaken by the French financial community on the Euro PP model, mirrored at European level in initiatives by the International Capital Market Association, reflect the need to harmonise or standardise a model that responds to a need felt right across Europe. These efforts also show the necessity of national variants that are tailored to specific local requirements and are thus able to meet the key aim of financing each country's mid-tier companies.

In addition, the work done by France on marketable debt instruments is aimed at attracting more European and global investors to a domestic market that has made its name in recent years as a central platform for raising short- and medium-term funding for large corporates and banks in France. Promoting this market means adjusting to global market standards and practices.

- **Contribute to establishing long-term investors in order to consolidate European share ownership**

The system for financing the European economy has become more market-dependent. It is therefore important to ensure that non-European investors are not the main beneficiaries of this trend and that European companies do not become overly dependent on them.

This will require long-term investment structures, which are presently too thin on the ground and not powerful enough in Europe, at least in the majority of countries.

To a large extent, this issue is directly related to the question of pension systems and their ability to invest over the long or very long term.

In this respect, one hugely powerful lever for European markets would be a common template for a European pension fund, without compulsory membership but offering harmonised minimum tax breaks and investing chiefly in European equities.

- **Introduce a specially designed framework for commodities markets**

Commodity derivatives markets are highly specific because their underlying assets consist of raw materials.

These markets are vital to European end-users, i.e. producers, manufacturers and consumers, as a means of hedging risks or ensuring delivery of an underlying asset.

Although international harmonisation would be the most relevant solution, it is hard to envisage. For this reason, Europe must acknowledge the important and special nature of these markets by:

- treating them in their own right by creating a dedicated framework for them rather than addressing them parenthetically through general financial legislation;
- ensure that all commodity market participants are subject to appropriate rules and regulations.

- **Introduce tools to ensure that European market infrastructures are secure and resilient**

- Choose common tools, such as central repositories and shared databases that enable regulators to supervise markets more effectively.
- Protect the operations of clearing houses, which are inherently systemic, through an appropriate and common regulatory framework.

