

## **Atelier EIFR**

**28 avril 2016**

Marché unique des capitaux : les préalables indispensables, selon le  
*Center for European Policy Studies* et l'*European Capital Markets Institute*

**Fabrice Demarigny**, président, *European Capital Markets Institute* (ECMI)

**Diego Valiante**, *head of financial markets and institutions*, *Center for European Policy Studies* (CEPS), *European Capital Markets Institute*

**Pierre Davoust**, adjoint au chef du bureau Epargne et Marchés financiers, direction générale du Trésor

**Guillaume Eliet**, secrétaire général adjoint, directeur de la Régulation et des Affaires internationales, Autorité des marchés financiers (AMF)

**Rabah Ghezali**, directeur des Affaires publiques, Euronext Paris

### **Fabrice Demarigny**

L'ECMI, un think-tank écouté à Bruxelles, a publié en février un rapport intitulé *Europe's Untapped Capital Market*, résultat de discussions d'un an entre experts, chercheurs et superviseurs, et dont l'auteur est Diego Valiante.

A la différence de l'Union bancaire ou de la zone euro, l'Union des marchés de capitaux (*Capital Markets Union* ou CMU) se construit à vingt-huit Etats.

La CMU, projet qui se construit en marchant, n'a pas d'ambitions claires : il s'agit à ce stade d'un catalogue de mesures et de quelques propositions législatives (titrisation, directive prospectus...). Certains sujets ne sont pas abordés : la supervision par exemple.

Le rapport *Europe's Untapped Capital Market* débouche sur des propositions, et notamment :

Eliminer les barrières à l'investissement (assouplissement de Solvabilité 2, favoriser l'investissement transfrontière des particuliers...).

Rendre la structure de la supervision compréhensible par les investisseurs.

Augmenter la liquidité des marchés (le marché obligataire en particulier, handicapé par le retrait de nombreux teneurs de marché).

Lutter contre la fragmentation des marchés (ne pas instaurer une taxe sur les transactions financière...).

Disposer d'une industrie financière forte, capable de mettre en relation offre et demande de capitaux.

## **Diego Valiante**

### Etat de l'intégration financière en Europe

L'intégration financière se traduit par une augmentation des flux de capitaux entre régions ou Etats (partage du risque) et par une convergence des prix des actifs financiers et des services.

Cette convergence a sensiblement diminué de 2008 à 2010 : le système financier européen n'amortit pas les chocs ; la stabilité financière de l'Europe est en jeu.

Les actions représentent environ 70 % des portefeuilles d'investissement aux Etats-Unis, 60 % en Chine et à Hong-Kong, mais seulement 30 % dans la zone euro.

Le financement des entreprises non financières par les fonds propres est beaucoup plus important aux Etats-Unis qu'en Europe. La dette est surtout de marché aux Etats-Unis (3348 milliards d'euros pour 2270 milliards de prêts bancaires, moyenne 2010-2014) ; en Europe, les montants sont de respectivement 1562 milliards d'euros et 5834 milliards.

Les marchés d'actions sont fragmentés en Europe. Ils sont moins liquides qu'aux Etats-Unis (mesure par le *turnover*).

Les actifs bancaires représentent 115 % du PIB aux Etats-Unis, 187 % au Japon, et seulement 115 % aux Etats-Unis.

L'épargne des particuliers est à 13 % liquide aux Etats-Unis et à 31 % en Europe.

L'industrie de la gestion d'actifs est fragmentée et chère en Europe.

L'Union des marchés de capitaux

Si des progrès doivent être accomplis en matière d'exécution, les deux points noirs sont la révélation des prix et le cadre juridique (*enforcement*).

Exécution

Des avancées rapides peuvent être obtenues (uniformisation du document d'informations clé (KID) du règlement Priips, amélioration de la distribution...).

Révélation des prix

La possibilité de comparer les données est très faible : les données sont soit opaques, soit entachées de conflits d'intérêt, soit insuffisamment pertinentes.

Les recommandations du rapport concernent notamment les modèles internes des banques (avec notamment l'interprétation de la norme comptable IFRS 9), l'information financière des entreprises ou les normes comptables appliquées aux sociétés non cotées.

Cadre juridique

La réforme du cadre juridique est la priorité absolue.

Au centre de cette réforme figure l'Autorité européenne des marchés financiers, dont l'organisation devrait être revue et les missions élargies (par exemple la supervision de l'application des normes comptables).

## **Pierre Davoust**

Un des intérêts du rapport de l'ECMI consiste à indiquer des horizons de long terme, bien au-delà du projet d'Union des marchés de capitaux, dont on voit qu'il est sur un plateau en ce moment.

A propos de la révélation des prix

L'harmonisation de l'information est un objectif de long terme.

A brève échéance, on peut s'en remettre aux intermédiaires financiers, les plus aptes à remédier aux asymétries d'informations.

Le domaine des normes comptables est extrêmement sensible.

- Des réflexions en cours sur la « gouvernance » des normes

Dans le domaine de l'analyse crédit, on voit émerger de nouvelles méthodes, par exemple celles développées par les plates-formes de *crowdfunding*.

- Il convient d'encourager ces initiatives

A propos de l'exécution :

On peut réaliser des progrès rapides en matière d'infrastructures de marché (à l'exemple de Target 2 securities).

La possibilité d'acheter et vendre des parts d'OPCVM partout en Europe appelle des réponses techniques et industrielles plutôt que réglementaires.

Il serait souhaitable qu'un dispositif – pourquoi pas public – agrège les données des différentes places de marché.

A propos du cadre juridique

Ni la Commission européenne ni les Etats membres ne souhaitent modifier la structure de la supervision.

On peut néanmoins renforcer les pouvoirs de l'Autorité européenne des marchés financiers, au cas par cas, à l'occasion des revues des textes existants.

Les sanctions administratives sont à peu près harmonisées en Europe, mais les sanctions pénales, elles, sont propres à chaque Etat.

- La jurisprudence récente a par ailleurs réaffirmé le principe du no bis in idem (pas plusieurs poursuites pour un même fait)

Il sera très difficile d'harmoniser les droits nationaux de la faillite.

- L'important est que ces droits soient connus (durée de la procédure de recouvrement, montant recouvrés...) des non-nationaux

Ce constat vaut aussi pour les droits des titres.

## **Guillaume Eliet**

Pour l'AMF, le cœur de l'initiative CMU est de répondre de façon pragmatique au défi du financement des entreprises. Renforcer l'intégration des marchés en Europe n'est qu'un moyen, mais il n'est pas le seul.

L'intégration est déjà très avancée au plan réglementaire. Toutefois, il reste des particularismes locaux, et notamment le fait que les investisseurs sont très différents entre les différents pays d'Europe, ce qui justifie le maintien d'une supervision locale efficace.

L'AMF partage les vues du rapport de l'ECMI sur la nécessité de renforcer l'harmonisation et la centralisation des informations sur les entreprises. C'est aussi un sujet s'agissant des données permettant la supervision des transactions.

Attention toutefois, l'information peut être standardisée mais de mauvaise qualité. La supervision de la qualité de l'information est le plus important.

L'AMF insiste sur les points suivants :

Le passeport relatif aux produits d'épargne, dans son fonctionnement actuel, n'est pas bloqué par des barrières nationales. Pour l'AMF, le passeport UCITS est une très grande réussite et les chiffres le prouvent. En revanche, l'enjeu de la commercialisation transfrontière des produits est lié à l'architecture de la distribution sur les différents territoires. Plus elle sera organisée en architecture ouverte, plus les produits étrangers seront effectivement commercialisés sur de multiples territoires.

La centralisation de la supervision de la commercialisation dans l'Etat d'origine du produit est une fausse bonne idée. Pour l'AMF, il est indispensable que les actions de commercialisation soient supervisées par le régulateur sur le territoire desquelles elles se déroulent, en raison des différences de culture et des modes locaux de commercialisation. C'est d'ailleurs un élément de confiance pour que les investisseurs acceptent d'investir dans des produits étrangers.

Sur les propositions de réforme de l'organisation et du fonctionnement de l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF), l'AMF veut souligner l'excellent travail de l'AEMF sur la mise en place des mesures de niveau 2 des différents textes et estime que dans son organisation actuelle, l'ESMA parvient à prendre les décisions qui s'imposent et à trouver des compromis qui fonctionnent. La construction d'une culture européenne de supervision et le rôle central joué par l'AEMF dans ce cadre, sont les défis à venir.

## **Rabah Ghezali**

Synthèse des réponses d'Euronext aux consultations de la Commission européenne.

Les aspects culturels sont passés sous silence.

Il faut en finir avec la préférence pour la dette.

Les textes européens manquent de cohérence.

- Donner la préférence aux règlements ?

Prospectus : trouver un meilleur équilibre entre informations nécessaires et efficacité des documents.

Aménager la directive Solvabilité 2, qui pénalise trop l'investissement en actions.