

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

Rapport pour le ministre des Finances et des Comptes publics

Mai 2015

Fabrice DEMARIGNY

Remerciements

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

Introduction

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

I – Une Union pour l’investissement

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

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

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

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

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

Le dernier cadre prudentiel adopté par l’UE (la directive Solvabilité II¹) sera applicable aux entreprises d’assurance à partir du 1^{er} janvier 2016. Un grand nombre d’entreprises d’assurance a anticipé l’entrée en vigueur de Solvabilité II et a déjà procédé à des réallocations d’actifs au sein de ses portefeuilles d’investissement. On observe ainsi que la perspective de Solvabilité II bloque la diversification des portefeuilles et ce au détriment de classes d’actifs telles que les investissements en infrastructure (en dette ou en fonds propres), les actions cotées ou non cotées de PME et d’entreprises de taille intermédiaire (ETI), les placements privés ou les véhicules de titrisation. La principale raison tient au surdimensionnement des nouvelles exigences en capital introduites par Solvabilité II pour chacune des classes d’actifs. Au vrai, le cadre prudentiel de Solvabilité II crée des incitations négatives à l’investissement de long terme et à la prise de risque, qui ne sont pas justifiées en termes de stabilité financière.

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

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

¹ Directive 2009/138/CE

document de consultation le 27 mars 2015² qui vise à définir des exigences prudentielles spécifiques aux projets d'infrastructures (ce qui n'existe pas à l'heure actuelle). Cette initiative doit être chaleureusement saluée. D'un point de vue pratique, s'agissant de l'investissement en dette, les règles prudentielles devraient se concentrer sur le risque de contrepartie plutôt que sur le risque de volatilité, peu pertinent compte tenu du fait que les entreprises d'assurance suivent généralement une stratégie de détention à terme (*buy-and-hold*) pour ce type d'actifs. A tout le moins, le profil de risque spécifique des projets d'infrastructure (notamment des pertes en cas de défaut faibles et des taux de recouvrement élevés) devrait être pris en compte et le risque de volatilité devrait être plafonné à partir d'une certaine durée pour ne pas pénaliser les projets d'investissement de long-terme. S'agissant de l'investissement en actions, appliquer le traitement prudentiel du régime des « investissements stratégiques » de Solvabilité II serait approprié dans la mesure où, à nouveau, tenir compte de la volatilité est peu pertinent. En complément de ces évolutions souhaitables du cadre prudentiel des assureurs, augmenter les flux d'investissement vers les projets d'infrastructure nécessite que soit envisagé un ajustement des exigences en capital pour les financements bancaires des infrastructures ;

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

² AEAPP, *Document de consultation sur les investissements en infrastructures par les assureurs*, 27 mars 2015.

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

Sans ces ajustements réglementaires, la volonté de promouvoir l'investissement de long terme demeurera vaine puisque les entreprises d'assurance seront détournées de l'investissement dans ces classes d'actifs. Ainsi, les Fonds européens d'investissement de long terme³ (« ELTIF »), créés pour favoriser l'investissement de long terme (notamment dans les infrastructures et les entreprises de taille intermédiaire), resteront des coquilles vides tant que le traitement prudentiel des actifs détenus par ces fonds ne sera pas ajusté⁴.

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

2. Diversifier le choix des investisseurs individuels

L'UE ne souffre pas d'un manque d'épargne. Chaque année, les ménages européens épargnent en moyenne 20 % du PIB de l'Union⁵. Cependant, cette épargne est insuffisamment investie dans des instruments financiers de long terme ou plus risqués. Des incitations fiscales biaisées, une préférence pour les dépôts bancaires et, dans certains cas, une aversion culturelle au risque sont les principales raisons d'une préférence générale pour les investissements de court terme et peu risqués. Or, les choix des investisseurs individuels déterminent directement les politiques d'allocation d'actifs des investisseurs institutionnels, qui gèrent des fonds pour leur compte.

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

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

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

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

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

Epargne salariale et actionnariat salarié : un fonds d'investissement alternatif (FIA) ouvert aux particuliers doté d'un passeport européen. Le manque de culture financière explique souvent la réticence à l'orientation de l'épargne des ménages vers des placements plus risqués et de long terme. En France, cependant, l'épargne salariale et l'actionnariat salarié se sont avérés être des moyens efficaces de dépasser cette hésitation. Du point de vue de la conception du produit, en raison de la rigidité des règles de diversification et des contraintes de liquidité applicables aux OPCVM, les véhicules d'épargne salariale ou d'actionnariat salarié n'utilisent pas ce cadre⁶ et ne bénéficient donc pas d'un passeport européen⁷. Pour les entreprises présentes dans plusieurs Etats membres, il est donc difficile de proposer des mécanismes d'épargne salariale ou d'actionnariat salarié standardisés à l'ensemble de leurs salariés. L'UE pourrait donc envisager la mise en place de fonds européens d'épargne salariale et d'actionnariat salarié sur-mesure, en s'inspirant du modèle des ELTIF (c'est-à-dire un des fonds d'investissement alternatifs ouverts aux particuliers et bénéficiant du passeport européen).

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Cependant, des progrès peuvent être réalisés s'agissant des procédures de liquidation applicables aux établissements de crédit dans les Etats membres participants à l'Union bancaire et contribuant au Mécanisme de résolution unique (MRU). En effet, conformément au principe du « *No creditor worse off* », la résolution d'un établissement doit respecter l'ordre des créanciers qui serait applicable en cas de liquidation de l'établissement. Une harmonisation adéquate des procédures de liquidation applicables aux établissements de crédit, en particulier s'agissant de l'ordre des créanciers, est donc indispensable à la mise en œuvre harmonisée du cadre de résolution créé par la directive BRRD⁸ et assurer ainsi un degré de prévisibilité suffisant aux investisseurs au sein de l'Union⁹.

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

⁸ Directive 2014/59/UE

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

4. Attirer les investisseurs internationaux

L'Union européenne a su créer avec succès des véhicules d'investissement collectif d'envergure internationale. Grâce à leurs caractéristiques reconnues, les OPCVM, créés en 1985¹⁰, ont attiré l'intérêt des investisseurs internationaux (en particulier asiatiques). Bien sûr, pour attirer plus encore une clientèle internationale, il est indispensable que l'industrie européenne de la gestion d'actifs puisse accéder, dans des conditions équitables, aux marchés de pays tiers. Dans un contexte de concurrence mondiale accrue sur les marchés financiers, l'ouverture du marché unique aux acteurs financiers de pays tiers stimule la performance et l'innovation dans l'UE à condition qu'elle soit basée sur une réciprocité des accès. Cette dernière doit être défendue car elle est un véritable préalable à la diversification et à l'allocation efficiente des actifs financiers.

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

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

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

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

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

¹⁰ Directive 85/611/CEE

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

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

5. Fournir aux investisseurs des informations plus pertinentes

L'accès à l'information est un préalable à toute prise de décision d'investissement et à une allocation optimale du capital. L'UE a déjà largement amélioré et harmonisé l'information publiée par les sociétés cotées ou rendue disponible aux investisseurs¹¹. Le cadre législatif européen ainsi constitué s'applique aux offres publiques ou aux émetteurs dont les instruments financiers sont admis à la négociation sur un marché réglementé.

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

- **Favoriser la publication volontaire d'informations financières brutes standardisées (états financiers périodiques audités, etc...) par les Start-up, les PME et ETI non cotées.** En règle générale, les obligations de publication applicables à ces entreprises diffèrent d'un Etat membre à l'autre. L'information est publiée en application des règles comptables locales et est parfois collectée et centralisée par des plateformes numériques. En France, par exemple, l'information comptable brute peut être trouvée sur un seul et même site internet¹². Un moyen de faciliter ce type d'information consiste à développer des bases de données standardisées centralisant l'information financière transmise sur une base volontaire par les entreprises envisageant de lever des fonds sur les marchés de capitaux (financement participatif, placement privé, etc.). Cela faciliterait l'accès à l'information financière pour les investisseurs potentiels et les intermédiaires financiers ;
- **Encourager les outils de cotation de crédit des PME et des ETI.** En général, une notation émise par une agence de notation représente un coût dissuasif pour les PME ou les ETI. Dans certains Etats membres, par exemple en France, les banques centrales ont développé de larges bases de données de cotation de crédit (FIBEN gérée par la Banque de France), essentiellement à des fins de politique monétaire. Les utilisateurs de FIBEN qui ont accès aux cotations de crédit de la Banque de

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

¹² www.infogreffe.fr

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

- **Revoir la Directive Prospectus.** Le lancement par la Commission européenne des travaux de révision de la Directive Prospectus doit être salué. Pour faciliter l'accès au financement par les marchés, plusieurs améliorations semblent devoir être privilégiées (voir la recommandation n°16), en particulier : (i) les prospectus, tout comme leur résumé, ont beaucoup cru en taille et en complexité, ce qui rend l'accès des investisseurs à une information vraiment pertinente de plus en plus difficile et coûteux. Une manière de contrer cette tendance consisterait à imposer une taille limite pour le résumé, à l'instar des Etats-Unis (5 ou 10 pages), et de le centrer sur les informations quantitatives clef; (ii) le prospectus adapté aux entreprises de faible capitalisation a été construit, à tort, en repartant du régime de droit commun et en faisant un simple tri dans les exigences de ce dernier (en pratique, cela a réduit le niveau d'information utile sans vraiment diminuer le fardeau administratif des émetteurs) – une manière de définir un prospectus vraiment adapté est décrite dans la section 7 ; (iii) un régime véritablement simplifié pourrait aussi être mis en place pour les émissions secondaires, à l'image de la procédure dont bénéficient les « émetteurs réguliers » aux Etats-Unis ;
- **Préserver l'analyse financière sur les PME et ETI cotées.** Les grandes entreprises sont souvent suivies par plusieurs analystes financiers publient périodiquement leurs analyses. Pour des raisons évidentes de coût, cette situation est très différente pour les PME et les ETI cotées. Le document de travail de la Commission accompagnant le livre vert souligne justement que « [...] *le manque de recherche en investissement et d'analyse sur les PME explique en partie l'intérêt limité des investisseurs. Il est dispendieux de fournir une recherche indépendante de qualité, laquelle vise nécessairement à apporter de la valeur ajoutée aux prévisions des données brutes* ». Il est dès lors très difficile de comprendre pourquoi la Commission souhaite adopter des mesures d'application de MiFID II en matière de rétrocessions qui met en danger l'analyse financière sur les PME et ETI et donc à l'investissement dans ces entreprises. Ces mesures¹³ devraient être revues le plus rapidement possible et, au minimum, des règles adaptées aux entreprises d'investissement, aux gestionnaires et aux analystes financiers spécialisées dans les PME et les ETI devraient être introduites. Ces règles pourraient prendre la forme d'une exemption de l'analyse financière portant sur les titres émis par les PME et les ETI, ou d'un seuil quantitatif annuel en-deçà duquel l'analyse financière ne serait pas considérée comme étant une rétrocession.

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

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

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

6. Protéger les investisseurs à l'échelle européenne

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

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

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

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

Point d'entrée unique de déclaration des transactions. L'un des outils développés par l'UE pour une meilleure surveillance des marchés a été l'extension de l'obligation de déclaration des transactions à des segments de marché qui étaient jusque-là peu surveillés par les superviseurs¹⁴. Ceci s'est traduit par un accroissement massif de la production de déclaration de transactions. L'UE a confié la collecte de toutes ces informations aux superviseurs nationaux ou à des bases de données gérées par des opérateurs privés, en

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

concurrence les unes avec les autres¹⁵. Un premier bilan de ce dispositif montre que les superviseurs nationaux ne reçoivent que très partiellement l'information dont ils ont besoin pour assurer efficacement leurs missions de surveillance des marchés. L'accroissement de la concurrence entre les plateformes de négociation au sein du marché unique a conduit à une multiplication des transactions et à leur compensation transfrontières sans être complété par un système de déclaration des transactions agrégé à l'échelle de l'UE fournissant aux superviseurs nationaux un accès à l'ensemble des informations pertinentes pour superviser adéquatement les entités dont ils ont la charge ou appliquer le droit de l'Union. De surcroît, la responsabilité et le coût des systèmes d'information nécessaires au traitement de ces informations reposent sur chacun des superviseurs nationaux (si bien que dans la plupart des cas, le même système est répliqué par chaque superviseur). Un moyen d'amélioration et de rationalisation consisterait à faire de l'AEMF l'unique point d'entrée des déclarations de transactions. L'autorité européenne traiterait ensuite ces données et les mettrait à la disposition des superviseurs nationaux sous un format permettant à ceux-ci d'obtenir les informations utiles pour l'exercice de leurs missions. Ce rôle opérationnel donné à l'AEMF peut s'effectuer à cadre juridique constant et sans transfert formel de pouvoirs à l'autorité. Une telle évolution présenterait le mérite de mutualiser les coûts informatiques des superviseurs, d'assurer une surveillance des marchés plus efficace grâce à un meilleur traitement de l'information et favoriserait la convergence de la supervision au sein de l'UE.

L'harmonisation de la supervision. Une des missions clefs de l'AEMF est d'assurer la cohérence de la supervision au sein de l'UE. Pour mener à bien cette mission, l'AEMF s'est vue confier un certain nombre de pouvoirs¹⁶ (collège de superviseurs, culture commune de la supervision, revue par les pairs, médiation, opinions et recommandations aux autorités nationales, intervention en cas de non-respect du droit de l'Union, action en cas de situations de crise, etc...). Elle n'a cependant fait qu'un usage très limité de cette capacité à assurer une l'application cohérente du *Single Rulebook* par les superviseurs nationaux. Une myriade d'obstacles juridiques mineurs et une structure de gouvernance dans laquelle aucune voix ne représente l'intérêt général européen sont les deux principaux facteurs expliquant la timidité de l'AEMF.

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

¹⁵ Pour EMIR, 6 référentiels centraux ont été autorisés par l'AEMF.

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

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

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

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

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

II – Une Union pour le financement

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

a) Elargir l'accès aux financements par les marchés

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

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

Comme le souligne très justement le livre vert de la Commission européenne, pour un certain nombre de raisons, un tel accès aux financements de marché est beaucoup moins aisé pour les PME et les ETI, qui se financent largement auprès des établissements bancaires¹⁷. Cependant, dans la mesure où ces entreprises ont le plus important potentiel de croissance, l'UE devrait apporter une réponse ambitieuse à leur accès trop limité aux financements par les marchés et en particulier au marché d'actions. Cette ambition devrait être au cœur d'une l'Union pour le financement.

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

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

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

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

Définition commune des ETI et des valeurs moyennes. La définition juridique des PME est utilisée dans de nombreuses règlementations de l'UE et cela ne doit pas changer. Cependant, depuis 2011, les co-législateurs ont introduit de nouvelles définitions des ETI et des valeurs moyennes dans la directive Prospectus (les PME et les entreprises ayant une capitalisation réduite), la directive MiFID II (les marchés de croissance PME) et le règlement ELTIF (critère d'éligibilité aux fonds ELTIF) avec l'idée de soumettre ces entreprises à un régime juridique sur mesure. Reconnaître dans le droit de l'Union la nécessité d'adapter les règles juridiques pour les entreprises jeunes, moins complexes ou de taille intermédiaire est une avancée réelle. Malheureusement, des définitions différentes ont été retenues dans chaque règlementation¹⁸. Au total, il manque à l'UE manque une définition commune des ETI et des valeurs moyennes, ce qui est un facteur de complexité superflu pour les acteurs de marché (et notamment pour les activités de banque commerciale pour qui ces seuils sont des éléments de paramétrage de leur offre). Une définition européenne unique des ETI et des valeurs moyennes relative à l'accès au financement par les marchés apparaît donc nécessaire. La pertinence de la définition française des ETI peut être soulignée. S'agissant des valeurs moyennes, il conviendrait au minimum d'aligner la définition sur le seuil figurant dans le règlement ELTIF (capitalisation boursière de 500 millions d'euros).

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

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

privé¹⁹. Eu égard à la grande flexibilité de fonctionnement des placements privés et de l'existence de standards consensuels acceptés par les investisseurs et les émetteurs, encadrer les placements privés par une réglementation européenne serait très probablement contreproductif. Il est nettement préférable de conserver la flexibilité actuelle et de laisser aux acteurs de marché le soin de développer le marché des placements privés au sein du marché unique.

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

Approfondir le marché européen du capital-investissement, largement sous-développé par rapport au marché américain²⁰, permettrait de diversifier les sources de financement en fonds propres pour les entreprises en croissance. Au préalable, il convient de supprimer les incitations négatives détournant les investisseurs institutionnels de l'investissement en parts de fonds de capital-investissement, en tenant mieux compte de la faible volatilité de tels investissements²¹. De plus, l'application de la directive AIFM²² aux fonds de capital-investissement créée des obstacles au développement d'un marché paneuropéen. En particulier, les sociétés de gestion européennes dont les actifs sous gestion sont en-dessous du seuil fixé par la directive ne peuvent commercialiser leurs fonds en-dehors de leur Etat membre d'origine. Pour cette raison, les régimes nationaux de placement privé revêtent une importance particulière pour les petits gestionnaires d'actifs. Sans qu'il soit nécessaire de proposer des modifications de la réglementation européenne, les superviseurs nationaux pourraient développer des approches concrètes sur les deux points suivants :

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

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

¹⁹ ICMA, *Pan-European Corporate Private Placement Market Guide*, 2015

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

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

²² Directive 2011/61/UE.

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

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

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

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

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

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

8. Accroître la liquidité des marchés

Dans le prolongement de la crise et à des fins de stabilité financière, l'UE a augmenté les exigences en capital applicables aux établissements bancaires afin de les contraindre à mieux gérer encore leurs risques. Ceci a été unanimement compris et accepté. Mais l'ensemble des acteurs de marché partage le constat selon lequel le cumul de ces exigences renforcées a créé une pression trop forte sur les bilans bancaires, et freine la capacité des banques à jouer pleinement leur rôle de financement de l'économie (que ce soit sous forme de crédits ou en tant qu'intermédiaire sur les marchés). Ces contraintes ont un effet direct sur la liquidité des marchés de capitaux puisqu'elles incitent les banques à se retirer de ces activités. Or, pour assurer une allocation efficiente du capital et une bonne formation des prix, il est nécessaire d'avoir des marchés de capitaux liquides, ce qui suppose d'avoir des institutions capables d'apporter cette liquidité. A défaut, la chaîne reliant l'épargne à l'investissement productif est remise en cause et le système financier est en risque. Des marchés illiquides augmentent la volatilité et réduisent la capacité d'absorption des chocs par le système financier²⁴. L'inefficacité de la formation des prix pèse notamment sur les investisseurs institutionnels évaluant leurs portefeuilles à la valeur de marché et qui sont, par conséquent, directement exposés à une volatilité excessive des prix.

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

Tenue de marché. Du point de vue de la liquidité des marchés, la principale priorité est clairement de conserver en Europe une tenue de marché active. Or, l'agenda actuel des législateurs européens menace la capacité des banques à exercer l'activité de tenue de marché. Si elles sont transposées sans discernement au sein de l'UE, certaines règles prudentielles élaborées au niveau international par le Comité de Bâle pourraient sérieusement nuire à la tenue de marché au sein du marché unique. Ce risque a été identifié par la Commission européenne, ce dont témoigne la déclaration de Lord Hill²⁵ selon laquelle : « [...] au regard des règles en matière de capital et de liquidité, l'UE ne devrait pas avoir peur de mettre en œuvre les standards internationaux d'une manière adaptée à l'Europe et à la spécificité de l'écosystème financier européen ». Au-delà de la réforme de structure bancaire, (voir section 11), les deux exigences réglementaires en matière de capital et de financement qui menacent les activités européennes de tenue de marché sont les suivantes :

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

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

- le **ratio de levier** qui créé une pression négative sur les stocks de valeurs mobilières détenues par les teneurs de marché²⁶ mais aussi sur le marché de la pension livrée (*repo*). L'impact sur ce dernier est particulièrement sensible dans la mesure où les teneurs de marchés ont massivement recours au marché du *repo* pour emprunter et prêter les titres financiers dont ils ont besoin. La révision en 2016²⁷ de l'acte délégué du paquet CRD IV relatif au ratio de levier, constitue l'opportunité idéale pour mieux tenir compte des activités de tenues de marché dans le calcul du ratio, notamment en permettant une meilleure compensation (*netting*) des transactions sur le marché du *repo* ;
- le futur **ratio de financement stable** (*Net Stable Funding Ratio*) pourrait également affecter les activités de tenue de marché²⁸ si la proposition du Comité de Bâle était adoptée par l'UE sans adaptation significative. Lors de l'élaboration de sa propre proposition en 2016, l'UE devrait analyser attentivement les effets potentiels de ce ratio sur les activités de tenue de marché, et reconnaître l'utilité de ces dernières pour le bon fonctionnement des marchés en introduisant les allègements appropriés ;

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

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

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

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

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

²⁸ Olivier Wyman, *Impact of NTSR on capital markets; considerations for implementation*, 2015

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

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

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

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

9. Eviter la fragmentation des marchés

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

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

investissements et des transactions, seule une taxe applicable dans les 28 Etats membres de l'UE devrait être promue. Le *think-tank* européen Bruegel²⁹ est encore plus direct en soulignant que « *les Etats membres devraient plutôt concentrer leurs efforts sur une harmonisation de la fiscalité de l'épargne [...] et sur d'autres initiatives qui pourraient stimuler l'investissement et le développement des marchés* ».

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Titres éligibles aux opérations de la BCE. Dans le cadre de son activité de refinancier du système financier, la BCE pourrait contribuer davantage et de manière concrète à l'UMC. Son programme de rachat d'actifs et sa politique d'éligibilité du collatéral aux opérations de refinancement, sont de puissants leviers permettant une plus grande diversification des sources de financement et au soutien de la croissance. Un rôle actif de la BCE favoriserait le développement du marché de la titrisation en Europe. Certains acteurs de marché considèrent d'ailleurs que cette contribution pourrait être étendue (de manière directe ou indirecte) aux actions, au capital-investissement et à la dette privée. De manière plus englobante et cohérente, une telle extension est nécessaire pour réconcilier les objectifs de l'UMC, du Plan d'investissement Juncker et du programme de rachat d'actifs de la BCE³⁰. Ceci peut être fait en soumettant les instruments financiers servant de support au Plan d'investissement Juncker à un traitement prudentiel favorable et en les rendant éligibles aux programmes de rachat et aux exigences de collatéral de la BCE.

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

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

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

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

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

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

Il va sans dire que l'offre et la demande de capitaux ne se rencontrent pas spontanément. Seule une industrie financière solide, innovante, performante et compétitive, reposant sur un écosystème d'intermédiaires et d'infrastructures de marché ayant atteint une masse critique permettra une allocation optimale et la plus productive possible dans l'ensemble de l'Union. En bref, pour réussir, l'UMC doit s'appuyer sur un écosystème dynamique d'acteurs financiers. L'UE devrait donc avoir l'ambition de devenir le marché domestique d'une industrie financière puissante et diversifiée, participant à armes égales avec la concurrence internationale³¹. Une telle ambition constitue l'épine dorsale du deuxième pilier de l'UMC, l'Union pour le financement.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Liste des recommandations

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

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

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

25

**Investing and Financing Recommendations
for the forthcoming
Capital Markets Union**

Report for the French Minister of Finance and Public Accounts

May 2015

Fabrice DEMARIGNY

Acknowledgments

Above all, I would like to express my full gratitude to Monsieur Michel SAPIN, French Minister of Finance and Public Accounts, for asking me to prepare this report. I am also grateful to MAZARS and Marcan that have kindly accepted that I could be distracted from my Partners' professional duties to write this report. This reflects the commitment of MAZARS' group for a competitive and well-functioning Single Market in the European Union. I am deeply indebted to all experts, public authorities and market players that I had the privilege to interview and to those who sent contributions. Without their testimony and experience, this report would have omitted the key points. My thanks goes also to the Direction Générale du Trésor of the French Ministry of Finance and Public Accounts that very kindly and efficiently provided me with the necessary support to prepare this report. In particular, I would like to express my deep gratitude to Pierre Davoust who efficiently coordinated the work and was instrumental in producing the final report.

Introduction

This report was drafted at the request of Michel SAPIN, French Minister of finance and public accounts and has benefited from the views of public authorities and markets participants. It is a contribution to the ongoing debate on the development of a Capital Markets Union (“CMU”) in the European Union.

On 18 February 2015, the European Commission published a Green Paper to consult on what the building blocks for a fully functioning CMU should be. As a starting point the European Commission’s objective is to develop EU capital markets that are integrated, efficient and cost effective. This being said the fundamental objective of the CMU needs to be more strongly stated in order to better justify subsequent choices by EU policy makers.

It transpired from the interviews and studies carried out in the course of the preparation of this report that the key objective of the CMU should be to reinforce or create, on an EU wide basis, trusted mechanisms that allow savings to be invested where innovation emerges, companies grow and new jobs are created. In other words, the first pillar of a CMU should be an **Investing Union**.

This proper allocation of capital can be achieved by further diversifying market-led funding sources to finance EU economies, companies and entrepreneurs, in addition to existing banking sources, which are currently dominant but not fluid enough. This would also require making flows of capital more fluid within the EU financial system and EU market intermediaries and infrastructures more robust and competitive. In short, the second pillar of a CMU should be a **Financing Union**.

According to market participants a successful CMU, combining an Investing Union and a Financing Union, should be articulated around the following 4 key policy priorities:

- removing negative incentives that are limiting investments (notably long term investments) and disrupting the efficient allocation of capital within the Single Market;
- enhancing capital markets' transparency and increasing EU cross border investor confidence;
- widening market-led access to finance; and
- favouring liquidity and ensuring a fluid capital flows between investors, the banking system and funding needs.

Of course, without a strong political will and the high level commitment from the EU institutions, none of this will happen. To drive the process, the EU should set a clear ambition that can be easily communicated to EU citizens.

The ambition could be that by 2025, the EU should be:

- financed by an integrated and liquid capital market providing 40% of funding needs;
- the most attractive funding and listing place in the world for the innovative economy;
- the world financial center for long term and infrastructure investment;
- the provider of leading market benchmarks, financing processes and indices successfully implemented in the euro area; and
- the domestic market of a powerful financial industry competing on an equal footing with global players.

The set of 25 strategic recommendations included in this report suggest a way forward to reach this ambition.

I – An Investing Union

If the objective of the Investing Union pillar of the CMU is to create an investment friendly environment channeling, on an EU wide basis, investments to the most productive place, the EU should make cross-border allocation of assets by institutional investors easier, retail investor choice wider and less cumbersome, and third-country investor access more reciprocal. In addition to a well-designed investor friendly environment, investors need to understand and trust the financial system they invest in. For that to happen, the EU could further enhance market transparency and the consistent supervision of the EU capital market as a whole.

a) Increasing EU investment capabilities

1. Removing the negative incentives inhibiting Institutional investors' investments

Institutional investors (such as insurance companies, pension funds, investment managers and banks) are the most significant long term investors in the capital markets. The asset allocation and investment strategy of institutional investors, in terms of maturity and risk, are structurally determined by their liability structure. The prudential frameworks applicable to those institutional investors are designed to ensure an appropriate adequacy between their assets and their liabilities.

The most recent institutional investors' prudential framework adopted by the Union will be applicable to insurance companies (Solvency II Directive¹) from 1 January 2016. A significant number of EU insurance companies have anticipated this date and have already shifted assets significantly within their investment portfolios at the detriment of certain assets classes such as new long term infrastructure investment (in debt and equity), listed and non-listed shares of SMEs and Mid-size issuers, private debt and securitisation vehicles. The triggering factor for such asset allocation changes are the over prudent new capital requirements applicable to each of these asset classes. In short, the Solvency II prudential framework creates undue negative incentives to long-term investment and risk-taking which are not justified in terms of financial stability.

If the objective of the Union is to favor long term investments and growth, an absolute key priority is to revisit several Solvency II capital requirements technical calibrations applicable to the following asset classes:

- **Infrastructures:** following a call for advice by the European Commission, EIOPA published a new discussion paper on 27 March 2015² with the objective of defining specific capital requirements for infrastructure projects. This initiative should be warmly welcomed. A practical aspect is that for long term debt investment, the

¹ Directive 2009/138/EC

² EIOPA, Discussion paper on Infrastructure Investment by Insurers, 27 March 2015

prudential focus should rather be on counterparty risk than on volatility risk given the buy-and-hold strategy applied by insurance companies for these kinds of assets. At the very least, the specific risk profile of infrastructure projects, especially in terms of Loss Given Default (thanks to low default rates and high recovery rates) should be taken into account by adjusting the calibration. In addition, the volatility risk should be capped up to a certain duration in order not to unduly penalize long-term investment projects. As regards equity investment in infrastructure projects, a prudential treatment under the “strategic investment” regime would be appropriate as again, volatility is of little relevance. In addition to changes in the capital requirements applicable to insurance companies, a more appropriate calibration bank’s prudential requirements for investment and financing of infrastructure projects would also increase investment flow;

- **Non-listed shares (SMEs, start-ups):** holdings of share eligible under the Solvency II “strategic investment” regime benefit from a specific kind of capital requirement reflecting their long-term nature (exemption of spread risk). In practice, however, the eligibility criteria are difficult to meet for holdings of non-listed shares. This is unwarranted from an economic perspective as these shares are not subject to volatility risk. A way forward could be to extend the definition of “strategic investment” within the Solvency II Commission delegated regulation (EU) 2015/35 in order to better cover non-listed shares;
- **Private debt:** issuance of private debt has become a successful fund raising method in the form of Private Placement. The European Commission has identified this as a short-term priority, but generic spread risk parameters remain applicable to an insurer’s investment in private debt according to the Commission delegated regulation (EU) 2015/35. It would be appropriate to consider whether better recovery rates for private debt in the spread risk parameters and a stronger focus on default / counterparty risk is not justified given the illiquid nature of secondary market of such bonds and the buy-and-hold nature of these investments;
- **Securitisation vehicles:** as a matter of principle, in order to reflect risk transfer embedded in the securitisation process, the capital requirements applicable to high quality senior securitisation should not exceed the capital requirements that would result from the underlying exposures. Recent progress in this field should be welcomed but additional work is necessary to fine-tune an appropriate prudential treatment of high quality mezzanine tranches so as to unlock insurer’s investments in securitisation vehicles. Current criteria for High Quality Securitisation included in Solvency II should be revised and aligned by applying the principle-based approach proposed for banks.

Without these regulatory adjustments, the efforts to promote long term investment will remain largely fruitless, as insurance companies will remain discouraged to invest in such asset classes. In particular, European Long Term Investment Funds³ (“ELTIFs”), created to favor long term investment (especially in infrastructure and Mid-size companies), will remain

³ The ELTIF Regulation was adopted on 20 April 2015 by the Council.

an empty box as long as the prudential treatment of the underlying exposures is not adjusted⁴.

Recommendation N°1: Revisit the Solvency II capital requirements for insurance companies. Review in particular the Commission Delegated Regulation (EU) 2015/35 to favor investments in infrastructures including European Long Term Investment Funds (ELTIFs), non-listed shares, private debt and securitisation vehicles. Equally, consider reviewing the capital requirements applying to banks' infrastructure investing and financing activities.

2. Diversifying retail investors' choice

The EU does not suffer from a lack of savings. Every year, European households save on average around 20% of EU GDP⁵. However, these savings are insufficiently invested in long term and riskier financial instruments. Inadequate fiscal incentives, a preference for bank deposits and in some cases a cultural aversion to risk are the most common explanatory factors for the bias towards short term and safe investments. The choices of retail investors directly determine the asset allocation policies of institutional investors managing funds on their behalf.

Saving tax convergence. Considering the reluctance of Member States to give up their national taxation sovereignty, a convergence of the national saving tax regimes in Europe remains a distant objective. This being said, progress towards a more investment-friendly savings tax environment can be achieved by each Member State. For example, the EU could promote a “most-favored tax clause” for ELTIFs retail investments that would incentivize households to invest in ELTIFs given their associated liquidity constraints and risk profile.

Employee savings and shareholdings: towards a retail Alternative Investment Fund (AIF) with an EU Passport. Lack of sufficient financial education is one obstacle to additional retail investor appetite for riskier and longer-term investments. In France, employee savings schemes have proven their efficiency to overcome this obstacle. Due to the overly rigid diversification rules and liquidity requirements of UCITS, employees saving schemes or shareholding funds are not created within this framework⁶ and as a result do not benefit

⁴ The Commission is considering developing a prudential treatment of ELTIFs without “look-through” provision, where the capital requirement associated with ELTIFs is not directly linked with the underlying exposures of the ELTIF. They are however doubts among market participants that such approach would be more favorable than the usual “look-through” approach.

⁵ However, there are significant differences across Member states, see for example N. Valla et al. (2015), “A holistic approach to ECB asset purchases, the Investment Plan and CMU”, CEPII

⁶ In France, employee savings are invested through “Fonds commun de placement d’entreprise”, that belong to the AIF category.

from an EU passport⁷. This makes it harder for companies operating in several Member States to propose standardized savings schemes and shareholding funds to all their employees. The Union could therefore consider establishing tailor-made EU-wide employee savings and shareholdings⁸ schemes building on the ELTIF model (i.e. a retail AIF with EU passport).

Investment product distribution. Developments in digital technologies have led to the emergence of new channels of distribution for retail investment products, through easily accessible IT platforms based on an “*execution-only*” model. Individual investors are not provided with any specific advice nor have access to a financial advisor but can access a variety of non-complex investment products via Internet. Such market development is promising because it widens investment choice to retail investors. But this direct investment access should not be done at the detriment of advice-based distribution channels that can better handle the adequate matching between wider investment opportunities and the risk appetite of each individual investor.

Recommendation N°2: Promote European Long Term Investment Funds (ELTIFs) through a favorable tax treatment by Member States and an extensive use of such vehicle to implement the Investment Plan.

Recommendation N°3: Consider new forms of retail Alternative Investment Funds (AIF) with EU passport for employee savings schemes, building on the European Long Term Investment Fund (ELTIF) example.

3. Removing barriers to cross-border investment within the EU

EU laws have sought to facilitate cross-border investments within the Single Market. In practice, however, investors and investment management firms continue to face obstacles to the fluid flow of investments. Barriers to cross-border investment within the EU are twofold.

The first barrier relates to divergent implementation, application and enforcement of the common legal framework by the national competent authorities and to different marketing rules in the Member States.

The second barrier relates to a lack of harmonisation of company, insolvency and securities laws. In theory, the harmonisation of national legal frameworks in these areas would

⁷ Indeed, UCITS funds benefit from a retail passport in the EU but it is not the case for AIFs with the exception of ELTIFs that benefit from a retail passport although they are AIFs.

⁸ In the meantime, ESMA could recognize through a technical standard of the AIFM Directive the specificity of shareholding funds, and in particular the possibility for firms to propose to all their employees in the EU to invest in these funds once they have been registered with the home regulator of the fund manager.

significantly improve the ability of investors to take reasoned investment decisions irrespective of the applicable law. This would considerably contribute to a truly integrated CMU.

The Union has started work in these 3 areas (company, insolvency and securities law) but progress is slow. Harmonisation remains a long term objective as the benefits are not immediately palpable by all market participants (in particular SMEs and Mid-size companies for which the cost of changing their legal framework and proceedings outweighs the benefits).

Some progress is nevertheless achievable regarding insolvency rules applicable to credit institutions of participating Members States to the Banking Union and contributing to the Single Resolution Mechanism (SRM). Indeed, according to the "*No Creditor Worse Off*" principle, the resolution of a credit institution shall respect the rank of creditors under normal insolvency proceedings. A proper harmonisation of insolvency rules for credit institutions, covering especially the rank of a bank's creditors, is thus necessary to ensure a harmonized implementation of the resolution framework created by the BRRD directive⁹ and therefore a sufficient degree of predictability for investors within the Union¹⁰.

Recommendation n°4: Start work to harmonize insolvency laws applicable to credit institutions from participating Member States to the Banking Union and contributing to the Single Resolution Mechanism (SRM).

4. Attracting non-UE global investors

The Union has been successful in creating investment vehicles with global reach. Thanks to their well-recognised and understood key features, UCITS, created in 1985¹¹, have gained significant interest from global investors (in particular from Asia). Of course, for a truly global reach, attracting international investors requires that the EU investment management industry is granted access, under fair conditions, to third-country markets. In a context of increasing global financial markets competition, opening access to the Single Market to third country players fosters competition and is an incentive to innovation but reciprocal market access is a precondition to efficient global asset allocation and diversification.

Accessing third countries investors. Unfortunately, access to some leading international financial markets (notably the United States) is still in practice denied to EU investment managers. The EU should advocate more strongly for the reciprocity of access in bilateral

⁹ Directive 2014/59/EU

¹⁰ The need for such harmonisation was evidenced by a recent German legislative proposal (SRM-Anpassungsgesetz, released on 10 March by the German government) according to which senior unsecured securities of a bank would become subordinated to the bank's other senior unsecured liabilities in insolvency.

¹¹ Directive 85/611/EEC

negotiations to favor the global reach of the high quality EU investment management industry.

Third-country market players accessing the Single Market. Letting third-country market players access the Single Market without being subject to equivalent rules creates a risk for EU investors and a breach in the Single Market's level playing field. Accordingly, international and bilateral action by the EU should be based on the principle of reciprocity of access, mutual recognition of the supervisory frameworks and equivalence of rules. This is valid for:

- framework bilateral trade agreements (in particular the Transatlantic Trade and Investment Partnership - TTIP);
- on-going and forthcoming negotiations envisaged by various EU laws (third-country passport included in the Directive for Alternative Investment Fund Managers, equivalence decisions for central counterparties, etc.);
- evaluation of the effectiveness of third-country regimes when existing directives and regulations are reviewed.

Recommendation N°5: Request the inclusion of financial services in the Transatlantic Trade and Investment Partnership (TTIP) negotiations based on the mutual recognition principle and request reciprocity of access in all bilateral negotiations.

Recommendation N°6: When considering third-country market players access, apply equivalence of rules tests to preserve a level playing field within the Single Market.

Recommendation N°7: Promote globally EU Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities ("EU UCITS") as the most secure and efficient retail investment vehicle.

b) Enhancing capital market transparency and increasing EU cross border investor confidence

5. Providing investors and the market at large with more relevant information

Access to meaningful information is a prerequisite for reasoned investment decisions and the proper allocation of capital. The Union has already substantially enhanced and harmonised the information disclosed by listed companies or made available to investors¹².

¹² In particular through the Prospectus and Transparency Directives (Directives 2003/71/EC and 2004/109/EC covering information requirements for listed companies), or the MiFID 2 Directive (Directive 2014/65/EU covering financial research and information relating to the investment services)

This legal framework applies to public offerings and/or issuers having financial instruments admitted to trading on a regulated market.

As a result, access to information about large and sophisticated listed companies (“Blue chips”) is abundant and of good quality within the Single Market but this is not the case for other kinds of companies. If the Union wishes to widen the access to market-led finance to a higher number of companies it should consider several improvements to capture the interest of investors. It should in particular:

- **Favour the voluntary disclosure of standardised raw financial information (periodic audited financial statements, etc.) by non-listed Small companies, Start-ups and Midsize companies.** Disclosure obligations for these companies currently vary from one Member State to another. Financial information disclosed is published under local GAAPs and sometimes available on IT platforms collecting and centralizing such information. In France, for example, raw accounting information about companies can be found on a single website¹³. A way to favor this kind of disclosure is to develop centralised and formatted databases for financial information posted on a voluntary basis by companies contemplating raising funds through the capital markets (crowdfunding, Private Placements...). This would facilitate the processing of such information by potential investors or financial intermediaries ;
- **Encourage SME and Mid-size companies credit scoring.** In general, ratings by a credit rating agency represent a disproportionate cost for SMEs. In some Member States, like France, Central Banks have developed large credit scoring databases (FIBEN managed by the *Banque de France*), mainly for monetary policy purposes. Users of FIBEN can benefit from high-quality SME and Mid-size company credit scores that reduce their due diligence costs and provide them with comparable risk analysis. However, this kind of public-led database does not exist in all Member States. It should also be noted that crowdfunding platforms have developed digital processes computing quantitative financial information and producing credit scores based on raw accounting or tax information uploaded by the companies themselves. At this juncture, there is no obvious EU wide public policy solution to create a single scoring process of non-listed SMEs and Mid-size companies across the Union. Initiatives by the private sector, or by central banks on a voluntary basis, seem to be the best approach;
- **Review the Prospectus Directive.** The launch of a revision of the Prospectus Directive is most welcomed. Several major improvements should be contemplated during the revision process (see recommendation N°16) in particular: (i) Prospectuses, as well as their summary, have grown in size and complexity making access to meaningful information harder to access and more costly for investors – a way to overcome this trend would be to impose a quantitative limit on the size of the summary, as it is the case in the United States (5 or 10 pages) with basic quantitative information; (ii) the proportionate regime for companies with reduced market capitalization was inadequately designed by simply “cherry-picking” requirements from the full regime (in practice, this has resulted in a lower level of meaningful information without

¹³ www.infogreffe.fr

reducing the administrative burden for issuers) – a way to define a truly well-proportioned Prospectus is described under section 7; (iii) a truly simplified regime could also be put in place for secondary issuances, using as an example the US regime for “well known seasoned issuers”.

- **Preserve Mid-size listed companies’ financial research.** Large companies are very often followed by several financial analysts publishing financial research periodically. For obvious cost reasons this is not the case for listed SMEs and Midcaps. As rightly stated in the Commission staff working document accompanying the Green Paper, *“The lack of investment research and analysis on SMEs partly explains the limited interest of investors. It is expensive to provide good quality independent research, which is necessary to provide added value over the provision of raw data”*. It is therefore very hard to understand why the Commission intends to adopt Level 2 measures on inducement regimes under MiFID 2 that would seriously hurt existing financial research on SMEs and be detrimental to investment in small and mid-size companies. These measures¹⁴ should be urgently reviewed to establish a proportionate mechanism for investment firms, asset managers and research providers specialised in SMEs and Midcaps that could take the form of a carve out of research on securities issued by SMEs and Midcaps, or of a quantitative annual threshold under which research would not be considered as an inducement.

Recommendation N°8: Favor market-led initiatives to create and/or develop centralised information and scoring of SMEs and Mid-size companies across the Single Market.

Recommendation N°9: Review urgently the proposed delegated acts of the Markets in Financial instruments Directive II in a manner that preserves financial research about listed SMEs and Midcaps.

6. Protecting investors on an EU wide basis

With the progressive adoption of a significant set of harmonized EU laws and rules over the last five years, the EU has built a Single Rulebook able to create an integrated Single Market for financial services.

In addition to restoring confidence after the financial crisis, the Single Rulebook today provides the basis for a level playing field across the Single Market. But for fair competition to be effective, the agreed common rules should be equally applied and enforced by national competent authorities in the Members States. It is a precondition for safe cross-border investor choice.

¹⁴ The Commission is currently preparing a delegated act on these matters, based on ESMA’s technical advice to the Commission on MiFID 2 and MiFIR N°2014/1569.

There is nevertheless a general perception that the Single Rulebook is not applied with the same intensity by national competent authorities and that the interests of their respective market places is protected, or made more attractive, by different supervisory approaches. In other words, the benefits of the significant legal and regulatory harmonisation could be lost without a consistent implementation and enforcement across the Single Market. Such "supervisory arbitrage" would also damage the international attractiveness of a CMU.

The national competent authorities and the European Securities Markets Authority (ESMA) should therefore work operationally and institutionally more closely together to protect investors and to avoid breaches to the level playing field within the Single Market.

Single Reporting Entry Point. From an operational stand point one of the supervisory tools to better supervise financial markets in the EU has been to expand transaction reporting or disclosure obligations, to markets that were not previously captured by supervisors¹⁵. This has translated into an additional massive production of transaction reports. Currently, the EU has decided that such information should be collected and processed by national competent authorities or by for profit market infrastructures competing against each other¹⁶. The initial result shows that national supervisors are not necessarily receiving the information they need to carry out efficiently their supervisory tasks. Enhanced competition and diversification of trading venues has multiplied cross border trades and clearing of transactions. But such freedom to provide services has not been complemented by an efficient EU wide reporting system that would allow national supervisor to access the information to properly supervise the entities they are responsible for or, where necessary, to enforce the EU law. In addition, the cost of the necessary IT infrastructures is still borne by the national authorities and in most cases replicated 28 times. A way forward could be for the European Securities Markets Authority (ESMA) to act as a central reporting entry point processing the reported market data in a manner that allows each national supervisor to find the supervisory information it needs. This kind of operational role given to ESMA would not require a legal change or a transfer of power. In addition, it would have the merit of mutualising IT costs, better matching transaction reports and helping supervisory convergence.

Supervisory Consistency. One of the key tasks given to ESMA is also to ensure supervisory consistency across the Union. A number of powers were granted to ESMA to play this role¹⁷ (colleges of supervisors, common supervisory culture, peer reviews, mediation, opinions or recommendations to national authorities, breaches of Union law, action in emergency situations,...) but ESMA has made very limited use of its capacity to monitor consistent application of the Single Rulebook by national supervisors. A myriad of minor legal obstacles and a governance structure lacking the voice of the EU interest are the two main factors explaining such a timid approach by ESMA.

The Banking Union that resulted in the transfer of competences to the ECB for the prudential supervision of major credit institutions cannot be replicated as such for the securities markets. The diversity of supervisory functions and tasks carried out by securities

¹⁵ For example, under EMIR (Regulation (EU) n° 648/2012), all derivatives transactions have to be reported to databases called "trade repositories", to which supervisors have access.

¹⁶ For the purposes of EMIR, 6 trade repositories have been authorized by ESMA.

¹⁷ These powers are defined in Regulation (EU) n° 1095/2010

supervisors would require numerous detailed "subsidiarity tests" before a decision to transfer competences to a supranational body is made. Such work can only be done progressively every time an EU directive or regulation is evaluated by the Union. This being said, without needing a transfer of power to ESMA, its supervisory consistency role can be made more efficient by reducing the number of legal obstacles inhibiting the use of its supervisory consistency tools and by adapting the governance of its Supervisory Board. In particular, ESMA could have a governance structure including an Executive Board composed of the Chairperson and some full time members sitting on the Board of Supervisors and voting on supervisory consistency matters but not on regulatory issues requiring Qualified Majority Voting. Executive Board members should probably be selected according to their experience, which would not necessarily include an active regulatory or supervisory role. They would reinforce the Chairperson's ability to handle supervisory consistency matters and express the interest of the EU and the CMU as a whole.

Recommendation N°10: Delegate to ESMA the operational establishment of a Single Reporting Entry Point (SREP) where national competent authorities would access all relevant supervisory information.

Recommendation N°11: Remove the legal obstacles to an efficient use of the existing supervisory consistency powers by ESMA.

Recommendation N°12: Adapt the governance structure of ESMA to reinforce its ability to handle supervisory consistency issues.

II – A Financing Union

On the 9 March 2015 the European Central Bank (ECB) started a massive asset purchase program aiming at increasing liquidity in the market and alleviating credit pressures. EU financial markets will therefore not suffer from a lack of liquidity in the near future. But this liquidity is not structural and will come to an end in a few years' time. In preparation for that, one of the key objectives of the Financing Union pillar of the CMU should be to widen the access to market-led finance and create the conditions for a structural market liquidity based on a fluid financing and re-financing system and a robust financial industry with sufficient critical mass.

a) Widening access to market-led finance

7. Opening an EU wide access to finance to Small companies, Start-ups and Mid-size companies

Large issuers benefit from a straight forward access to capital markets made easy by long-standing harmonised EU laws and rules covering various capital markets funding sources (listed bonds and equity and other combined financial instruments).

As rightly stressed in the European Commission's Green Paper, for a number of reasons, such easy access to market-led finance is not the day to day reality for Small companies, Start-ups and Mid-size companies. They rely heavily on banking sources¹⁸ which are by nature focused on debt funding. In consideration of the fact that these companies have the highest growth potential, the Union should therefore have an ambitious response to this unbalanced access to finance. Accordingly, improving and diversifying market-led access to finance, and especially equity-based finance, for Small companies, Start-ups and Mid-size companies should be at the very heart of a Financing Union.

To do so the European Commission could propose a Finance Access Regulation (FAR) in the form of a standalone EU legislative proposal that would create a continuum of market-led funding sources for all sizes of companies when combined with the Prospectus Directive. To start with, a proposed FAR could at least include an EU passport for lending and equity crowdfunding platforms and a common definition of Mid-size companies and Midcaps for finance access purposes.

Crowdfunding. It is clear that Small companies will continue to use the banking system as their main financing source. Alongside to that, crowdfunding has recently emerged as an alternative funding source in some Member States. Crowdfunding platforms currently play a

¹⁸ On average, banks provide around 80% of corporates' debt financing in the EU (see W. Wright (2014), "Driving growth: making the case for bigger and better capital markets in Europe"). This figure is even higher for small and mid-size companies.

growing role both in equity and debt financing of Small companies (and in particular equity funding for Start-ups). These new players collect investment from the “crowd” (retail investors investing small amounts) and are even now attracting institutional investors and investment funds willing to diversify their portfolios. So far crowdfunding platforms are only active on their domestic market but being digital platforms using social network approaches they could easily propose investment opportunities and funding on an EU wide basis. Crowdfunders are already asking for an easier Single Market access to overcome complex and multiple national legislations to raise money and invest. A common European statute for crowdfunding platforms benefiting from an EU passport would therefore have a real economic impact. A proposed FAR, opening the Single Market to crowdfunding platforms and widening access to finance to Small companies and Start-ups, would have to set the minimum core rules for an EU passport. But this should be done cautiously and without damaging the flexibility that governs this new form of finance. As an example, the regulatory regime applicable to crowdfunding platforms should be tailor-made and created from scratch (and not conceived as an exemption to the MiFID 2 and as a simplified subset of the Prospectus Directive).

Common definition of mid-size companies and Midcaps. The current EU definition of SMEs is widely used in numerous pieces of the EU law and should remain as such. This being said, since 2011, EU legislators have introduced new definitions of Midcaps in the Prospectus Directive (SMEs and companies with reduced market capitalization), the MiFID 2 Directive (Growth Markets) and the ELTIF Regulation (Eligibility criteria) with the idea that a more proportionated regulatory regime should apply to those companies. The recognition in the EU Law that mid-size, young or less complex companies should benefit from a proportionate regime is most welcome. But unfortunately different definitions have been chosen for each of these legislations¹⁹. The EU is therefore missing a common definition of Mid-size companies wishing to float and a definition of Midcaps. This creates an unnecessary and burdensome complexity for market players (including for commercial bank activities) and calls for the introduction of an EU-wide definition of Mid-size companies for finance access purposes. The existing French definition for intermediate-sized enterprises is a well-functioning example. As regards the definition of Midcaps, it could at least be aligned on the ELTIF Regulation definition (500 million euros market capitalization).

Private Placement. For debt financing, the EU could also promote the existing private placement markets for Mid-size companies successfully developed in several Members States. In those Member States, issuers, investors and intermediaries have agreed on common standards and documentation facilitating investor due diligences and reducing the cost of private bond issuances. Building on the Euro Private Placement (Euro-PP) experience, the Pan-European Private Placement Joint Committee has published, on 11 February 2015, a market guide setting out a practical single framework for private placement markets²⁰. Due to the very flexible way it works and the consensual manner investors and issuers interact, any legislative initiative to embed private placements into EU law would most likely to be counterproductive. It is highly preferable to keep the current flexible approach and leave to market forces the functioning of the private placement in the Single Market.

¹⁹ The Prospectus Directive refers to a threshold of 100 million euros of market capitalization, the MiFID2 Directive to a 200 million euros threshold and the ELTIF Regulation to a 500 million threshold.

²⁰ ICMA (2015, “Pan-European Corporate Private Placement Market Guide”

Private equity, risk and venture capital. Equity financing is crucial for Small companies, Start-ups and Mid-size companies during their fast growing phase because they lack sufficient and stable cash-flows and are not able to self-finance their investments.

Deepening EU private equity markets, which are largely underdeveloped in comparison with the US²¹ would diversify the sources of equity funding for businesses. A prerequisite is to remove the negative incentives inhibiting institutional investors' investments in private equity funds by taking into account the low volatility of such investments²². In addition, the application of the AIFM Directive²³ to private equity funds creates obstacles to the development of a pan European market. In particular, the EU funds managers whose assets are below the threshold set in the AIFM Directive are not permitted to market their funds to institutional investors in another Member State via an EU passport. This is the reason why the national private regimes have a particular importance for small funds managers. Without needing to embed this in EU law, a practical approach by national authorities covering the two following points would be helpful:

- A convergent private placement regime for closed-ended funds (such as private equity funds) could be developed to allow fund managers to raise funds on a simple and flexible way and to attract more easily third-country investors;
- A common practical understanding of pre-marketing rules could also be developed for fund managers. The marketing of private equity funds is generally preceded by a pre-marketing phase during which fund managers, in close relationship with potential investors (that will invest for at least several years in the funds), define the features of the funds and establish the legal documentation. Member States have divergent rules to frame such pre-marketing phase and this constitutes an obstacle to the development of cross-border funds.

Prospectus Directive Review. To facilitate further financing across the Union, the current initiative of the European Commission to launch a review of the Prospectus Directive should be welcomed. In particular inserting additional exemptions to the obligation to complete a prospectus, applicable to all kinds of companies, without diminishing investor information and protection, should definitely be explored. In addition, the Prospectus Directive should be reviewed to facilitate Mid-size companies' access to public equity markets by reducing their administrative burden and providing investors with more meaningful information. To start with, the Prospectus Directive could refer to a common and uniform EU definition of Mid-size companies and Midcaps. For those companies, disclosure requirements should be made proportionate. The point is not to delete certain minor disclosure requirements but to effectively consider what information is meaningful to the investor having regard to the age, the size, the complexity and the ownership structure of those companies. Accordingly, a number of requirements should be subject to a materiality test which could lead to making

²¹ In the US, private equity markets are double in size - see W. Wright (2014).

²² The Commission Delegated Regulation (UE) N° 2015/35 complementing Solvency II has reduced insurance companies' capital requirements for type 1 shares (including unleveraged closed-ended AIF, among which private equity funds) from 49% to 39% (ie the capital requirements applicable for listed shares). However, market participants consider that, taking into account the low volatility of private equity investment, a further reduction to approximately 25% would be more appropriate.

²³ Directive 2011/61/EU

some of them irrelevant and therefore be waved for such companies²⁴. The same approach could be adopted for financial reporting standards. Finally, the EU should also consider whether the threshold triggering the obligation to complete a Prospectus (5 million euros) is not too low. Creating additional fund raising ability for smaller companies with limited risk would be to the benefit of the Single Market.

Recommendation N°13: Propose a Finance Access Regulation (FAR) allowing young and innovative Small companies, Start-ups and Mid-size companies to benefit from tailor-made EU access to finance. The FAR should cover at least the creation of an UE passport for lending and equity crowdfunding platforms and a uniform and stable definition of Mid-size companies and Midcaps for finance access purposes.

Recommendation N°14: Promote the EU wide use of Private Placement for private debt financing.

Recommendation N°15: Remove obstacles to the development of pan-European private equity funds; in particular, adapt the capital requirements applicable to insurance companies' investment in type 1 shares, and promote a practical and convergent approach by national authorities of pre-marketing rules for closed-ended funds and private placement regimes.

Recommendation N°16: Propose a revision of the Prospectus Directive to: (i) without hampering investor information, insert additional exemptions to the obligation to complete a prospectus; (ii) refer to a common and uniform EU definition of Mid-size companies and Midcaps; (iii) redesign the disclosure requirement of Mid-size companies and Midcaps having regard to their age, their size, their complexity and their ownership structure; (iv) set a higher threshold triggering the obligation to complete an prospectus.

8. Increasing market liquidity

For financial stability purposes after the crisis the EU has increased banking capital requirements to force credit institutions to even better manage their risks. This has been unanimously understood and accepted. But the general view of market participants is that the cumulative effect of numerous additional requirements creates a too strong a pressure on banks' balance sheet. This inhibits their ability to fully play their role of financing of the economy through direct intermediated financing or through indirect capital market-disintermediated financing. Credit institutions being active participants in capital markets, these constraints have a direct effect on market liquidity as they act as incentives to retreat

²⁴ Without excluding that for some requirements the specificities of Mid-size companies could lead to more demanding information.

from those activities. It is well known that to ensure efficient capital allocation and price formation capital markets must be liquid. In the absence of active institutions to provide liquidity the whole chain leading to productive investment is disrupted and the whole financial system is at risk. Illiquid markets increase volatility and reduce risk absorption by the financial system²⁵. Inefficient price formation affects institutional investors that mark-to-market the value of their portfolios and therefore directly suffer from excessive price volatility.

In short, having deep and liquid markets is necessary for a well-functioning CMU and is also a key financing and financial stability objective. The EU must find the right mix between additional capital requirements and stable and liquid capital markets. The current situation must be rebalanced as it will not serve a well-functioning CMU and can even create financial instability. The structural liquidity of EU capital markets should be a core objective of the Financing Union pillar of the CMU.

Market making. From a capital markets liquidity perspective, preserving active market making is clearly the highest priority. The current EU regulatory agenda is threatening the market making activity by banks and market liquidity, in an already challenging context²⁶. If translated as such into EU law, some prudential rules and capital requirements designed at international level by the Basel Committee would seriously damage market making activities within the Single Market. This risk has been identified by the European Commission and echoed in a recent statement by Lord Hill²⁷ according to whom: “*(...) as with our capital and liquidity rules, the EU should not be afraid to implement the international standards in a way that makes sense for Europe and Europe's diverse financial landscape*”. In addition to the Banking Structure Reform (see section 11), the two regulatory requirements on capital and funding that threaten EU market making activities are:

- the **Leverage Ratio** that creates a negative pressure on the stock of securities held by market makers²⁸ but also on the repurchase agreement (“repo”) market. The impact on the latter is of particular importance since market makers extensively use the repo market to borrow or lend the securities they need. The review of the CRR/CRDIV Delegated Act on Leverage Ratio in 2016²⁹ will provide a unique opportunity to better take into account the market making activities by, for example, allowing a better netting of repo market transactions ;
- the forthcoming **Net Stable Funding Ratio** on funding requirements could also negatively impact market making activities³⁰ if the Basel Committee proposal is adopted in EU without significant recalibration. When designing its own proposal in

²⁵ See for example International Monetary Fund (2015), “Global Financial Stability Report”

²⁶ According to Royal Bank of Scotland (see “The Credit Liquidity Trap”, 2014), the market liquidity of the corporate bond market diminished by 70% since 2008.

²⁷ Lord Hill (2015), “A strong and stable banking system at the heart of Europe's recovery”, speech at the 6th Convention on Cooperative Banks in Europe

²⁸ Such stock, called “inventories”, allows market makers to sell securities in the market where needed. In the absence of inventories, market makers have to borrow securities in the market (through the repo market) before selling them.

²⁹ Commission Delegated Regulation of 10/10/2014 amending Regulation (EU) N° 575/2013 with regard to the leverage ratio

³⁰ Oliver Wyman (2015), “Impact of NTSR on capital markets; considerations for implementation”

2016, the Commission should carefully identify any potential effect on market making activities and calibrate the ratio in a manner that favors such activity and a well-functioning market.

Corporate bond market liquidity. EU primary debt markets are easily accessible by large issuers but they suffer from secondary market inefficiencies and in particular a lack of transparency and liquidity. Improvements can be made on both sides of the market. On the one hand, an exhaustive and reconciled post-trade transparency would allow issuers to place new issuances with more accurate spreads, although such enhanced transparency should take into account the specificity of bond trading and avoid unintended consequences on liquidity. On the other hand, a greater harmonisation of bond issuance and placing condition would create pools of liquidity. Defining more harmonised market standards about key bond issuance characteristics would favor liquidity and better price formation. The price to pay by issuers to get this additional liquidity are less freedom to tailor their bond issuance according to market circumstances and to be progressively directed into a predefined issuing calendar. A detailed impact assessment would allow determining whether, for issuers, the benefits resulting from a higher liquidity exceed the costs related with less issuance flexibility.

Several initiatives contributing to greater structural liquidity in the corporate bond market should be promoted, in particular:

- the harmonisation of bond issuance specificities (maturity, coupon date - as well as the use of fungible bonds) that could concentrate trading volumes on fewer and more standardized issuance and increase liquidity;
- the corporate bonds electronic trading platforms developed by market participants and supported by market makers. Such initiatives would reduce market fragmentation;
- the repo clearing services offered by some EU central counterparties to help netting positions. Central clearing allows market participants to net their multilateral exposures through the novation process by which the CCP becomes the buyer to every seller and the seller to every buyer. Such netting would alleviate market makers' capital requirements and contribute to a better repo market functioning. Developing repo central clearing services requires a cautious approach regarding the CCP's risk management framework so as to avoid increasing the systemic risk of such market infrastructures.

Recommendation n°17: Preserve and favor market making activities when reviewing the leverage ratio and implementing the Net Stable Funding Ratio in the EU. As a practical tool for market making activities, promote a well-functioning repo market.

Recommendation n°18: To favor corporate bond market liquidity, support consensual market led initiatives relating to the standardization of bond issuances, the development of electronic trading platforms and the functioning of the repo market.

b) Relying on competitive financial system and solid EU financial intermediaries and market infrastructures

9. Avoiding market fragmentation

Pursuing the objective of a more integrated capital markets in the EU requires to carefully reconsider some current initiatives or situations that constitute material obstacles to the cross-border flow of liquidity and transactions.

European Financial Transaction Tax. In particular, the proposed European Financial Transaction Tax, elaborated by 11 Member States under the Treaty's reinforced cooperation process contradicts directly the key objective of an integrated CMU. It will significantly distort competition within the European financial system and disrupt proper allocation of capital. Flow of investment will not reach the most productive place and transaction will not necessarily occur where the best service is provided. Unless Members States are able to create a financial transaction tax that would not delocalise investments and transactions, one can only echo the preference for a tax applicable in the 28 Member States. The European think-tank Bruegel³¹ is even more straightforward when saying that: "*Member states should instead focus their energies on harmonized taxation of savings [...] as well as other initiatives that could stimulate investment and market development*".

Fragmentation of liquidity. National ring-fencing of liquidities within EU financial groups composed of credit institutions is an additional fragmentation factor. Indeed, some national banking authorities consider that deposits guaranteed under their national rules shall not be used to fund banking activities within the same banking group in other Member States. In other words, banking groups are prevented from allocating their resources where liquidity is needed. Such types of restrictions damages the fluid capital flows within the Single Market. Similarly, in the implementation of the banks' eligible resources to a potential bail-in (as required under the international "Total Loss Absorption Capacity" framework designed by the Financial Stability Board and the EU "Minimum Requirement for own funds and Eligible Liabilities" (MREL) included in the BRRD Directive), there is a risk that national authorities requires EU wide banking groups to position sufficient amount of bail-inable liabilities at the level of each national subsidiary. This would hamper the optimal allocation of banks' resources. Such fragmentation constitutes a particular paradox for Member States participating to the Banking Union.

Recommendation N°19: Any financial transaction tax should not delocalize investments and transactions nor artificially fragment the CMU and should be applicable in the 28 Member States.

Recommendation N°20: Remove national obstacles to fluid flow of liquidity within cross border banking groups in the EU (in particular, ring fencing of deposits).

³¹ N. Veron and G. Wolff (2015), "Capital Markets Union: a vision for the long term"

10. Making capital flows within the financial system more fluid

Securitisation and untranched securities. The EU needs a competitive financing and refinancing system for fluid flow of capital between the investors, the banking system and the funding needs. This can be achieved by revitalizing simple, transparent and standardized securitisation and other forms of untranched securities. Whilst keeping in mind the triggering factors of the financial crisis, and in particular the absence of adequate risk retention by banks that were issuing securitization vehicles, a renewed EU securitisation framework could: (i) alleviate the balance sheet pressure of banks that have the required information and expertise to originate mortgage or corporate loans; (ii) allow institutional investor to hold long-term assets as they often do not have the capacity to constitute corporate loans (including SMEs) portfolios by themselves; and, (iii) help corporates to benefit from better credit conditions.

Securitisation is a privileged mean to achieve this optimal allocation of risks and roles within a well-functioning and deep-reaching financial system. The European Commission has started a consultation to establish simple, transparent and standardised securitisation with the intention to put forward a legislative proposal. The consultation document³² provides with a detailed and compelling case on the benefits of securitization. Of course the EU securitisation market will flourish only if there is a demand (from institutional investors such as insurers) and a supply (from banks). This requires that prudential parameters for both banks and insurers are set at the right level and measures to overcome information asymmetries. The purchase program of the ECB, offering significant liquidity to the market, should not serve as an excuse to slow down this initiative. All the contrary, EU policy makers should resist the “illusion of liquidity” and build as soon as possible a structural financing and re-financing framework. A unanimous view in the market is that the European Commission should issue its legislative proposal before year end and that the co-legislators should adopt the legislative securitisation framework in the course of 2016.

When considering the building blocks of its securitisation proposal the European Commission should adopt a wide approach as regards the processes and vehicles allowing banks to outsource risks. Currently, securitisations are legally defined as tranched securities but securities that finance pools of loans can be built in different ways and remain consistent with risk retention requirements. The proposal of the European Commission should therefore allow for that flexibility in the design of the capital requirements associated with the different processes. Such capital requirements should basically, on aggregate, reflect the quality of the underlying exposures that were securitized.

ECB Eligible Securities. In its refinancing capacity, the ECB can have a greater hand-on involvement. The ECB purchase program and collateral framework can significantly help diversifying funding sources in the real economy and sustain growth. The contribution currently made by the ECB through its collateral policy and its purchase program is helpful for the development of the securitisation markets. Some considers that this contribution could also be extended (directly or indirectly with appropriate measures) to equity, private

³² European Commission (2015), “An EU framework for simple, transparent and standardised securitization”

and venture capital and private debt, and even see here a powerful tool to achieve a “holistic strategy” aligning the key policy objectives of the CMU, the Investment Plan and the ECB asset purchase program³³. This can be done by making the instruments used in the Investment Plan receive appropriate regulatory treatment and be eligible to the ECB purchase program and collateral framework.

As an example of how a kind of untranched securitisation and the eligibility by the ECB can be combined to ease the flow of capital within the financial system, in France, several credit institutions have created a common securitisation vehicle called Euro Secured Notes Issuer (“ESNI”)³⁴. Participating banks use ESNI as a pooling vehicle for part of their corporate loans, including SMEs loans that can be selected on the basis of banks internal models or of the scoring tool of the *Banque de France*. This initiative offers several benefits: (i) from a set of corporate loans that are in practice not discountable as collateral on markets, it creates a pool of securities that banks can use largely in the course of their market operations in a context where collateral needs are growing due to recent regulations (EMIR, CRDIV), (ii) from a monetary policy perspective, it would facilitate the refinancing of corporate loans at central banks (if ESNI’s issuance are eligible by the ECB) (iii) as a result, it contributes to lower financing costs for corporates and SMEs.

Recommendation n°21: Propose as soon as possible an EU framework for simple, transparent and standardized securitisation, and other forms of untranched securities, with appropriate capital requirements for both banks and investors.

Recommendation n°22: Consider extending the eligibility criteria of the ECB repurchase program and collateral framework to other private sector asset classes and in particular Investment Plan instruments (including European Long Term Investment Funds - ELTIFs).

Recommendation n°23: Promote Euro Secured Notes Issuer (ESNI) as an EU wide securitisation vehicle to create pools of collateral facilitating market transactions by banks. Extend the ECB eligibility criteria to covers ESNIs issuances.

11. Combining preserved universal banks, specialized market players and solid market infrastructures.

It goes without saying that offer and demand do not meet spontaneously. To allow capital to reach the most productive place on an EU wide basis the EU financial system needs a solid, sophisticated, well-skilled and competitive financial industry combining a rich variety of market players and market infrastructures with critical mass. In short, a well-functioning CMU is not achievable without being properly equipped. One of the key ambitions of the EU should therefore be to be the domestic market of a powerful and diversified financial

³³ N. Valla et al. (2015), “A holistic approach to ECB asset purchases, the Investment Plan and CMU”, CEPII

³⁴ At this juncture ESNI issuances are not marketed to institutional investors and do not outsource risks from its sponsor’s balance sheets.

industry competing on an equal footing with the other global players³⁵. It is the backbone of the Financing Union Pillar of the CMU.

Universal Banks. The initial step to achieve that objective is to preserve what works well. This is particularly true for banks for which the current proposed Bank Structural Reform has the potential of breaking the universal banking model -that has proved to be efficient, during the financial crisis. Rather than reducing the size of banks, the EU should promote the emergence of significant size universal banks able to invest in the highly skilled staff and sophisticated processes necessary to fully play their investment and financing role. Since the financial crisis, an extensive debate took place about the “too big to fail” dilemma and the risk of seeing once more taxpayers saving the whole financial system. But all measures taken in the last five years should not be looked at one by one, they pertain to a holistic response to the excessive risk taking by banks that in itself significantly mitigates the risk of a “too big to fail” dilemma and its systemic consequences. In addition, it would come as an extraordinary historical paradox that seven years after the collapse of a pure US investment bank (Lehman Brothers) the EU reaches the conclusion that it is worth breaking down the EU universal banks that resisted the crisis.

This being said, the EU financial systems is (and should be) diverse and composed of all the variety of market players needed for its efficient functioning and allow for the emergence of new players bringing innovative disruptions.

EU Market infrastructures architecture. The current architecture of market infrastructures within the Single Market is the result of the progressive adoption of dedicated legislation over two decades harmonizing the various layers of the securities chain. Each layer was conceived and modernized independently without a strategic thinking embracing the full chain. With one exception, every time a market infrastructure was under discussion, the guiding principle has been to open to competition the provision of services by each infrastructure. The assumption being that running such activity is a profitable business even if offered by several operators.

The result is the following: (i) EU market infrastructures are fragmented; (ii) financial instruments are traded on numerous competing for profit trading venues (regulated markets, multilateral trading facilities and the newly created category of organized trading facilities), (iii) clearing occurs in several competing central counterparties; (iv) settlement is made by various central securities depositories (including 2 international central securities depositories); and, (v) the ECB will soon operate the Target2 Securities platform, allowing all central securities depositories to use the same technical platform, notably for cross-border transactions. In addition, more recently, the EU law requires that all OTC derivatives markets transactions (and, in the coming months, in repurchase agreement and securities lending markets) be reported to few competing Trade Repositories. Finally, a discussion has started on the merits of creating an EU wide consolidated tape aggregating trading information from the various trading venues – choice was made to wait and see if such consolidate tape can be operated by for profit entities.

³⁵ This raises in particular the question of the rules applying to third-country market players (banks, etc.) providing services in the EU, with regard to competition but also to financial stability.

In consistence with the choice made to leaving to competing operators the running of markets infrastructures, the EU has establish the principle of open access to such infrastructures and has tried to promote interoperability mechanisms permitting an EU wide connection between the various kinds of platforms. By comparison, some other jurisdictions have made the choice of treating certain market infrastructures layers as “utility” ; for example, in the US, for certain kinds of financial instruments there is, a mutualized consolidated tape, a unique clearing house, one central securities depository and a single trade repository.

Some market participant advocate for a holistic evaluation of the current EU market infrastructure architecture to measure its overall efficiency and the appropriateness of the “competitive vs utility” choice made for each layer of the securities chain.

Recommendation n°24: Promote a robust and competitive EU financial industry composed of solid universal banks and diverse specialized market players. Revisit the Banking Structural Reform in a manner that contributes to this objective.

Recommendation n°25: Launch a public debate on the current EU market infrastructures architecture to measure its overall efficiency and the appropriateness of the “competitive vs utility” choice made for each layer of the securities chain.

List of Recommendations

<i>Increasing EU investment capabilities</i>	N°1	<i>Revisit the Solvency II capital requirements for insurance companies. Review in particular the Commission Delegated Regulation (EU) 2015/35 to favor investments in infrastructures including European Long Term Investment Funds (ELTIFs), non-listed shares, private debt and securitisation vehicles. Equally, consider reviewing the capital requirements applying to banks' infrastructure investing and financing activities.</i>
	N°2	<i>Promote European Long Term Investment Funds (ELTIFs) through a favorable tax treatment by Member States and an extensive use of such vehicle to implement the Investment Plan.</i>
	N°3	<i>Consider new forms of retail Alternative investment Funds (AIF) with EU passport for employee savings schemes, building on the European Long Term Investment Funds (ELTIFs) example.</i>
	N°4	<i>Start work to harmonize insolvency laws applicable to credit institutions from participating Member States to the Banking Union and contributing to the Single Resolution Mechanism (SRM).</i>
	N°5	<i>Request the inclusion of financial services in the Transatlantic Trade and Investment Partnership (TTIP) negotiations based on the mutual recognition principle and request reciprocity of access in all bilateral negotiations.</i>
	N°6	<i>When considering third-country market players access, apply equivalence of rules tests to preserve a level playing field within the Single Market.</i>
	N°7	<i>Promote globally EU Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities ("EU UCITS") as the most secure and efficient retail investment vehicle.</i>
<i>Enhancing capital markets' transparency and increasing cross border investor confidence</i>	N°8	<i>Favor market-led initiatives to create and/or develop centralised information and scoring of SMEs and Mid-size companies across the Single Market.</i>
	N°9	<i>Review urgently the proposed delegated acts of the Markets in Financial instruments Directive II in a manner that preserves financial research about listed SMEs and Midcaps.</i>
	N°10	<i>Delegate to ESMA the operational establishment of a Single Reporting Entry Point (SREP) where national competent authorities would access all relevant supervisory information.</i>

	N°11	<i>Remove the legal obstacles to an efficient use of the existing supervisory consistency powers by ESMA.</i>
	N°12	<i>Adapt the governance structure of ESMA to reinforce its ability to handle supervisory consistency issues.</i>
<i>Widening market-led access to finance</i>	N°13	<i>Propose a Finance Access Regulation (FAR) allowing young and innovative Small companies, Start-ups and Mid-size companies to benefit from tailor-made EU access to finance. The FAR should cover at least the creation of an UE passport for lending and equity crowdfunding platforms and a uniform and stable definition of Mid-size companies and Midcaps for finance access purposes.</i>
	N°14	<i>Promote the EU wide use of Private Placement for private debt financing.</i>
	N°15	<i>Remove obstacles to the development of pan-European private equity funds; in particular, adapt the capital requirements applicable to insurance companies' investment in type 1 shares, and promote a practical and convergent approach by national authorities of pre-marketing rules for closed-ended funds and private placement regimes.</i>
	N°16	<i>Propose a revision of the Prospectus Directive to: (i) without hampering investor information, insert additional exemptions to the obligation to complete a prospectus; (ii) refer to a common and uniform EU definition of Mid-size companies and Midcaps; (iii) redesign the disclosure requirement of Mid-size companies and Midcaps having regard to their age, their size, their complexity and their ownership structure; (iv) set a higher threshold triggering the obligation to complete an prospectus.</i>
	N°17	<i>Preserve and favor market marking activities when reviewing the leverage ratio and implementing the Net Stable Funding Ratio in the EU. As a practical tool for market making activities, promote a well-functioning repo market.</i>
	N°18	<i>To favor corporate bond market liquidity, support consensual market led initiatives relating to the standardization of bond issuances, the development of electronic trading platforms, and the functioning of the repo market.</i>
	N°19	<i>Any financial transaction tax established should not delocalize investments and transactions nor artificially fragment the CMU and should be applicable in the 28 Member States.</i>
	N°20	<i>Remove national obstacles to fluid flow of liquidity within cross border banking groups in the EU (in particular, ring fencing of deposits).</i>
<i>Relying on a competitive financial system and solid EU financial intermediaries and market infrastructures</i>	N°21	<i>Propose as soon as possible an EU framework for simple, transparent and standardized securitisation and other forms of untranched securities with appropriate capital requirements for both banks and investors.</i>
	N°22	<i>Consider extending the eligibility criteria of the ECB repurchase program and collateral framework to other private sector asset classes and in particular Investment Plan instruments (including European Long Term Investment Funds - ELTIFs).</i>

	N°23	<i>Promote Euro Secured Notes Issuer (ESNI) as an EU wide securitisation vehicle to create pools of collateral facilitating market transactions by banks. Extend the ECB eligibility criteria to covers ESNIs issuances.</i>
	N°24	<i>Promote a robust and competitive EU financial industry composed of solid universal banks and diverse specialized market players. Revisit the Banking Structural Reform in a manner that contributes to this objective.</i>
	N°25	<i>Launch a public debate on the current EU market infrastructures architecture to measure its overall efficiency and the appropriateness of the “competitive vs utility” choice made for each layer of the securities chain.</i>