



Bruxelles, le 18.2.2015  
COM(2015) 63 final

**LIVRE VERT**

**Construire l'union des marchés des capitaux**

{SWD(2015) 13 final}

La relance de l'investissement des entreprises et dans les infrastructures doit permettre la reprise économique.

Cet investissement, qui se doit d'être coordonné et incitatif, ne peut être réalisé que par la libre circulation des capitaux, laquelle suppose une totale confiance dans les mécanismes mis en place ainsi que dans l'égalité de traitement des investisseurs et des émetteurs.

Le Livre vert veut construire un marché de capitaux pour l'ensemble de 28 pays dont l'économie, la population, la démographie sont hétérogènes. Elle présuppose une stabilité du nombre de ses acteurs alors que la question des éventuelles sorties possibles de l'Europe (Royaume Uni ou Grèce par exemple) et leurs conséquences ne sont pas évoquées.

Le principe de réciprocité avec les pays tiers hors Europe doit être affirmé systématiquement. Aucune clause favorable transitoire ne devrait être donnée par l'Europe, ou subsister, à une activité ou des acteurs d'un pays tiers ou d'un pays encore en son sein.

Les différences notables de taille des entreprises et des investisseurs ne peuvent conduire à un comportement homogène des acteurs, ceux-ci pouvant être de taille mondiale et d'autres très régionales ou locales. L'existence simultanée de ces acteurs de poids très différents dans des phases de développement éloignées les unes des autres ne permet pas d'apporter des solutions identiques à leurs besoins respectifs. C'est ainsi que les grandes entreprises bénéficient de la gamme la plus vaste des produits financiers pour assurer leur croissance. Pour un pays et pour l'Europe, la croissance est aussi le fait de l'existence d'un réseau dense de PME et ETI, dont la réactivité à une variation de carnets de commandes est important en termes d'emploi. L'investissement ne devrait pas être le seul objectif du Livre vert. Les PME surtout et les ETI subissent les conséquences de la désintermédiation bancaire dans un domaine qui n'est pas mis en avant dans le Livre vert, celui du financement du fonds de roulement, gage de la santé financière des entreprises qui leur permet d'investir.

Outre l'emploi, ces PME et ETI portent fréquemment les projets d'innovation dans les nouvelles technologies. Le marché bancaire ne peut suffire par lui-même aux besoins de l'économie surtout lorsque la croissance repartira.

La finance ne pourra être au rendez-vous de la tâche qui lui est proposée si l'information financière sur les entreprises n'est pas transparente, claire et lisible. La recherche en analyse financière tant dans le domaine des actions que dans celui des obligations est primordiale et certaines dispositions prises dans le cadre de l'application de MIFID 2 vont à l'encontre du but proposé par le Livre vert.

SFAF (<http://sfaf.com/>) remercie la Commission européenne de l'opportunité qui lui est donnée pour participer à cette consultation et faire entendre la voix de ses 1 600 professionnels de la finance, toutes personnes physiques exerçant leur activité auprès de Prestataires de Services d'Investissement, de sociétés de gestion et émetteurs sans oublier les conseillers financiers indépendants. Ils exercent des métiers d'analystes (*sell-side, buy-side*, ISR, Immatériel) de gérants ou assurent le conseil en fusions-acquisitions, levées de fonds, allocations d'actifs. SFAF est membre de l'EFFAS (<http://effas.net/>), association européenne des analystes financiers qui regroupe 15 000 membres dans 26 associations nationales. Les membres de ces associations européennes s'appuient sur l'ACIIA (<http://www.aciia.org/>), association internationale procurant une qualification professionnelle et flexible reconnue dans 35 pays dans le monde et regroupant plus de 100 000 membres.

Pour mémoire, notre association réunit des professionnels exerçant leur activité auprès des Prestataires de Services d'Investissement, des assureurs, des émetteurs et peuvent être des conseillers indépendants.

Le Livre vert « Construire l'Union des Marchés des Capitaux » rappelle au préalable les principes fondateurs de libre circulation des capitaux. La libre circulation des capitaux concerne aussi bien celle entre Etats membres que les flux entrants et sortants avec les pays tiers. Dans le cadre de ces réflexions, on doit se poser la question relative à l'entrée ou la sortie de pays dans le périmètre de l'Europe et l'instauration de règles d'équivalence.

La fiscalité et son harmonisation sur le territoire européen a un rôle essentiel pour inciter les épargnants à en assurer le financement de long terme en particulier des infrastructures et des PME innovantes. Le développement des instruments financiers existants sera ainsi facilité.

La démographie et le vieillissement de la population sont évoqués au travers du prisme du financement de la retraite par capitalisation.

### **Section 1: Construire une union des marchés des capitaux**

### **Section 2: Les défis actuels sur les marchés de capitaux européens**

### **Section 3: Priorités d'action immédiates**

La Commission a recensé plusieurs domaines où la nécessité de progresser est largement reconnue et où des effets positifs pourraient rapidement se faire sentir. La présente section présente ces différentes possibilités et sollicite l'avis des personnes intéressées sur des points précis dans chaque domaine.

- 3.1 Réduire les entraves à l'accès aux marchés de capitaux
- 3.2 Élargir l'éventail des investisseurs accessible aux PME
- 3.3 Mettre en place un marché pérenne pour les titrisations
- 3.4 Stimuler l'investissement à long terme
- 3.5 Développer des marchés européens de placements privés

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

SFAF attire l'attention en premier lieu sur les risques que fait porter l'avis technique de l'ESMA rendu public le 19 décembre dernier sur le financement de la recherche actions et obligations.

La décision de l'ESMA, d'assimiler la fourniture de la recherche aux sociétés de gestion à un *inducement* et de proposer un strict encadrement de son financement, va conduire à un appauvrissement de la recherche sur les petites et moyennes valeurs cotées dont le coût ne sera plus financé.

Or, les investisseurs doivent disposer d'une information claire, suffisante, objective et transparente à partir de l'ensemble de données d'un émetteur. Ce dispositif est d'autant plus important pour une valeur de petite taille.

L'impact d'évènements nouveaux dans une PME est plus important que dans un grand groupe que ce soit une nomination, l'obtention d'un brevet, un nouveau contrat. Ou le contraire de ces évènements.

L'investisseur doit évaluer l'ensemble des risques liés à l'activité et une analyse financière fondamentale est un passage obligé.

SFAF estime en conséquence que l'avis technique de l'ESMA s'oppose frontalement au Livre vert qui souhaite au contraire aider les PME et ETI dans le financement de leur croissance. Comment un investisseur connaîtrait-il et irait-il vers un émetteur sur lequel personne n'a produit une recherche ?

SFAF estime aussi qu'une harmonisation cohérente de la fiscalité serait souhaitable afin de privilégier pour les particuliers la prise de risque au détriment de l'épargne peu risquée. C'est pour cela que SFAF soutient le dispositif ELTIF ou tout dispositif permettant de récompenser la prise de risque dans la durée.

En conséquence la Commission européenne doit veiller à la cohérence entre les exigences réglementaires et les objectifs de l'Union des Marchés de Capitaux. Ces exigences réglementaires doivent seulement être évaluées objectivement mais aussi s'appliquer à tous afin de ne pas contribuer à la création de phénomènes d'éviction voire à une fragmentation des marchés de capitaux (cf la taxe sur les transactions financières par exemple).

Enfin, ces exigences réglementaires imposées par l'Europe ne doivent pas être en contradiction avec celles émises par d'autres instances internationales.

***2) Quelles mesures complémentaires concernant la disponibilité et la normalisation des informations sur la solvabilité des PME pourraient favoriser l'approfondissement du marché du financement des PME et des start-ups et l'élargissement de la base d'investisseurs ?***

SFAF rappelle les risques accrus des investisseurs dus à la disparition inéluctable de la recherche sur les petites et moyennes valeurs faisant appel au marché financier. Le coût de la recherche actuellement mutualisé permet, certes de manière imparfaite, de couvrir près de la moitié des petites et moyennes valeurs d'une capitalisation inférieure à 1Md€ de capitalisation. Seules, 1/6<sup>ème</sup> des sociétés sont suivies par un analyste dont la rémunération est assurée soit par l'émetteur soit par un contrat d'animation de marché.

SFAF rappelle à la Commission européenne sa proposition de couverture par un analyste financier indépendant lors de toute opération financière (IPO ou toute autre émission). Celui-ci pourrait être payé par le pool financier qui réalise l'opération. Actuellement seuls les clients du pool financier peuvent recevoir l'étude financière réalisée et les conditions de distribution et de délai (*black out period*) empêchent un investisseur de se faire une idée objective de l'opération.

Le prospectus (document de base et note d'opération) n'est diffusé qu'à un public professionnel et le particulier ne le lit que rarement. Un document d'analyse financière produit par un indépendant répondrait à des critères de transparence et faciliterait l'investissement dans les PME et ETI.

SFAF propose aussi que soit instaurée une base de données sur la recherche disponible sur les PME et ETI, sur la solvabilité des PME au niveau de chaque pays au moins.

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

SFAF soutient le dispositif ELTIF et souhaite qu'une fiscalité favorable lui soit associée.

***4. Une action de l'UE est-elle nécessaire pour contribuer au développement des marchés de placements privés, outre le soutien aux efforts consentis par le secteur privé pour adopter des normes communes ?***

SFAF rappelle l'initiative lancée il y a un an sur l'EURO PP et qui a conduit à la mise en place d'une charte et, en avril 2015, d'un guide à l'usage des émetteurs et des investisseurs ainsi que des arrangeurs. Cette initiative pourrait être encouragée sans recourir à une réglementation européenne.

#### **Section 4: Les mesures de développement et d'intégration des marchés des capitaux**

Pour pouvoir bénéficier des avantages d'un marché unique des capitaux parfaitement intégré, il est nécessaire de résoudre les problèmes qui se posent, notamment, dans les trois grands domaines suivants:

- améliorer l'**accès au financement** pour toutes les entreprises de toute l'Europe (en particulier les PME) et les projets d'investissement tels que les infrastructures;
- **développer et diversifier les sources de financement** offertes par les investisseurs dans l'UE et partout ailleurs dans le monde; et
- rendre le **fonctionnement des marchés plus efficace**, en mettant les investisseurs en relation avec ceux qui ont besoin de financements plus efficaces et à moindre coût, aussi bien au sein des États membres que par-delà les frontières.

##### ***4.1 Améliorer l'accès au financement***

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

La solvabilité des États et les risques y afférents privilégient d'une manière réglementaire leurs dettes alors que beaucoup d'entreprises ont une notation meilleure et moins risquée. Les règles fixées dans le cadre Solvency II ne tiennent pas compte de la réalité générée par la dernière crise.

En second lieu, SFAF préconise d'utiliser la fiscalité pour diriger les fonds des investisseurs vers ceux qui en ont le plus besoin (PME et ETI) et les investissements de long terme.

##### ***6) Faut-il prendre des mesures, telles que la normalisation, afin d'accroître la liquidité des marchés d'obligations d'entreprises? Dans l'affirmative, quelles mesures sont nécessaires et peuvent-elles être atteintes par le marché, ou faut-il recourir à une action réglementaire ?***

L'analyse financière et le marché secondaire concernant les obligations ne suivent pas l'exemple, même imparfait, du marché actions. Or l'application de MIFID 2 va conduire à une situation plus négative surtout en ce qui concerne l'analyse financière.

La liquidité du marché des obligations d'entreprises peut en effet poser problème, et, comme pour l'ensemble des marchés financiers, le cadre réglementaire existant (MIFID1) a joué un rôle défavorable en incitant de facto à une fragmentation excessive. La Commission doit impérativement faire en sorte que les mesures d'application de MIFID2 corrigent cette situation.

Il est rappelé que le marché obligataire est au service des entreprises et non des investisseurs. Une normalisation arbitraire des échéances et des termes obligataires nuiraient à la progression de la désintermédiation en rigidifiant cette source de financement.

##### ***7) Outre le soutien qu'elle apporte à l'élaboration de lignes directrices par le marché, l'UE doit-elle agir pour faciliter le développement d'investissements environnementaux, sociaux et de gouvernance qui soient standardisés, transparents et responsables, y compris les obligations vertes ?***

Une grande liberté doit être laissée à l'investisseur de faire ses choix dans sa démarche d'ESG. Cette diversité de situation peut conduire à une charge importante de travail pour les émetteurs.

SFAF estime que la Commission européenne doit veiller à un équilibre entre les besoins des uns et les impossibilités des autres.

La vigilance des ONG, des agences de notation spécialisées et des investisseurs doit permettre d'assurer de manière suffisante la réalité de la nature des investissements «verts». La variété des projets pouvant donner lieu à des financements de ce type dans un éco-système en pleine invention ne peut pas être cadrée ex-ante sous peine d'asphyxier l'innovation nécessaire au financement de la transition énergétique.

Par ailleurs il est rappelé l'importance de l'obligation fiduciaire de l'ensemble des acteurs de l'industrie financière vis-à-vis de l'épargne publique destinée à souscrire à ces produits. L'appréciation des risques et des retours sur investissements doivent rester une partie essentielle de ces investissements.

**8) Est-il opportun d'élaborer une norme comptable commune au niveau de l'UE pour les petites et moyennes entreprises cotées sur les MTF? Une telle norme devrait-elle devenir une composante des marchés pour la croissance des PME ? Si oui, à quelles conditions ?**

SFAF estime que le dispositif existant répond largement aux besoins des investisseurs et n'est que modérément favorable à un nouveau cadre d'IFRS pour les PME.

Certains dispositifs des normes IFRS sont parfois complexes dans leur application et le sera d'autant plus pour les PME.

Au lieu de créer une nouvelle norme, les PME devraient pouvoir utiliser une partie des normes IFRS existantes selon un regroupement sectoriel (normes ajustables ou modulables).

Une autre solution pourrait consister à permettre aux Etats d'utiliser la Directive comptable non transposée encore.

Si pour les grandes valeurs, les normes comptables s'appliquent en leur totalité eu égard à l'origine des investisseurs qui se répartissent dans le monde entier, cela n'est toutefois pas le cas pour les entreprises de taille moyenne et surtout petites dont les investisseurs sont très souvent nationaux (critère de proximité).

**9) Existe-t-il des obstacles à la mise en place de plateformes réglementées pour le financement participatif ou peer to peer, notamment sur une base transfrontière ? Si oui, comment y remédier ?**

Le dispositif de Crowdfunding répond à une demande.

SFAF estime que l'investisseur potentiel doit recevoir une information claire, objective et transparente. L'information financière est très éloignée de ce qui circule sur les marchés financiers et aucune analyse financière indépendante n'est proposée au futur investisseur.

La protection de l'investisseur particulier est essentielle surtout après la phase d'investissement. L'investisseur doit pouvoir recevoir des informations au cours de la vie de son investissement.

#### **4.2 Développer et diversifier l'offre de financement**

**10. Quelles mesures pourraient inciter les investisseurs institutionnels à lever des montants plus importants et à les investir dans un éventail plus large d'actifs, en particulier dans des projets à long terme, dans des PME et dans des start-ups innovantes à fort potentiel de croissance ?**

**11. Quelles mesures pourrait-on prendre afin de réduire le coût qu'entraînent, pour les gestionnaires de fonds, la mise en place et la commercialisation de fonds dans toute l'UE? Quels obstacles empêchent les fonds de réaliser des économies d'échelle ?**

**12) Les travaux sur le traitement spécial à réserver aux investissements dans les infrastructures devraient-ils cibler certaines sous-classes d'actifs clairement identifiables? Si tel est le cas, auxquelles de ces sous-classes la Commission devrait-elle donner la priorité lors des réexamens futurs des règles prudentielles telles que CRD IV/CRR et Solvabilité II ?**

Le financement d'infrastructures doit être favorisé, qu'il soit porté via de la dette ou du capital. Pour évaluer le risque lié à chaque financement d'infrastructures il est important d'organiser la collecte de données afin de réaliser un exercice de *benchmarking* pertinent et de se concentrer sur une définition de la classe d'actif « infrastructure » qui soit partagée au niveau européen.

Par ailleurs, les règles prudentielles doivent en effet être revues mais il ne faut pas les limiter aux assureurs et aux banques, il faut assouplir également les possibilités pour les fonds de pensions ou autres investisseurs (mutuelles par exemple) d'investir dans les infrastructures.

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

Toute initiative en faveur de l'épargne-retraite individuelle est bonne. L'horizon de long terme de l'épargne retraite va de pair avec le financement de l'économie.

La Commission européenne doit inciter la création d'un produit d'épargne retraite européen.

**14) Modifier les règlements EuVECA et EuSEF permettrait-il aux grands gestionnaires de fonds de l'UE de plus facilement créer ce type de fonds ? Quels autres changements, le cas échéant, sont nécessaires pour augmenter le nombre de fonds de ce type ?**

**15) Comment l'Union européenne peut-elle développer davantage le capital-investissement et le capital-risque en tant que sources alternatives de financement pour l'économie ? En particulier, quelles mesures pourraient permettre d'augmenter l'envergure des fonds de capital-risque et d'améliorer les possibilités de sortie pour les investisseurs en capital-risque ?**

SFAF est favorable à ce que l'investissement dans les secteurs non cotés soit facilité pour les investisseurs institutionnels avec en contrepartie des règles protectrices adaptées.

**16) Existe-t-il des obstacles empêchant d'augmenter sans risque les prêts directs, aussi bien bancaires que non bancaires, aux entreprises qui ont besoin de financements ?**

La notion d'évaluation des risques et celle de protection de l'investisseur doivent prévaloir. Il faut aussi se prémunir des risques de dépendance directe entre clients et producteurs et donc de l'existence de liens de subordination (grandes entreprises versus petites entreprises)

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

18) *Comment les autorités européennes de surveillance (AES) peuvent-elles contribuer davantage à garantir la protection des consommateurs et des investisseurs ?*

19) *Quelles mesures pourraient augmenter les investissements des particuliers ? Quelles mesures supplémentaires pourrait-on prendre pour donner plus d'autonomie et protéger les citoyens de l'Union qui investissent sur les marchés des capitaux ?*

Cf la réponse de SFAF sur l'analyse financière indépendante pour les investisseurs particuliers à la question 2.

20) *Existe-t-il, en matière de développement de produits d'investissement simples et transparents destinés aux consommateurs, de bonnes pratiques nationales qui pourraient être partagées?*

#### *Attirer les investissements internationaux*

21) *Pourrait-on prendre des mesures supplémentaires dans le domaine de la réglementation des services financiers afin de garantir la compétitivité internationale de l'Union européenne et l'attrait qu'elle présente aux yeux des investisseurs ?*

SFAF rappelle dans le liminaire à cette consultation que les règles européennes soient en cohérence avec les exigences des autres institutions et qu'aucun pays au sein de la Communauté européenne n'ait un avantage ou une exemption particulière.

Le principe de réciprocité doit être systématiquement appliqué dans les négociations.

22) *Quelles mesures pourrait-on prendre pour faciliter l'accès des entreprises de l'UE aux investisseurs et aux marchés des capitaux des pays tiers ?*

#### *4.3 Améliorer l'efficacité du marché – intermédiaires, infrastructures et cadre juridique plus général*

23) *Existe-t-il des mécanismes permettant d'améliorer le fonctionnement et l'efficacité des marchés qui ne soient pas abordés dans le présent document, en particulier dans les domaines du fonctionnement et de la liquidité des marchés des actions et des obligations ?*

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

25) *Pensez-vous que les autorités européennes de surveillance sont dotées de compétences suffisantes pour assurer une surveillance cohérente? Quelles mesures supplémentaires relatives à la surveillance au niveau de l'UE pourraient contribuer de manière significative à la mise en place d'une union des marchés des capitaux ?*

*26) En tenant compte des expériences passées, y a-t-il des modifications ciblées des règles relatives à la détention de titres qui pourraient contribuer à intégrer davantage les marchés des capitaux au sein de l'Union européenne ?*

*27) Quelles mesures pourraient être prises pour améliorer les flux transnationaux de collatéral? Faut-il entreprendre d'améliorer le caractère exécutoire transfrontière du collatéral et des accords de compensation avec échéance du terme ?*

*28) Quels sont les principaux obstacles à l'intégration des marchés des capitaux créés par le droit des sociétés, y compris sur le plan de la gouvernance d'entreprise? Y a-t-il des mesures ciblées qui pourraient permettre de les surmonter ?*

Dans certains pays de l'UE, l'exercice du droit de vote est pavé de difficultés à surmonter (Power of attorney, blocage des titres inscriptions au nominatif requise, formulaires de vote spécifiques non-standardisés) alors même que le préambule de la directive droits des actionnaires de 2007 défend la facilitation d'un exercice transfrontalier des droits de vote.

Il conviendrait donc d'améliorer l'efficacité de la chaîne de transmission des votes aux assemblées générales en assurant une modernisation des circuits des conservateurs/dépositaires et une montée en puissance du vote électronique qui facilite l'existence d'un accusé de réception des votes enregistrés.

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

*30) Quelles sont les barrières autour de la fiscalité qu'il faudrait examiner en priorité pour favoriser une plus grande intégration des marchés des capitaux au sein de l'Union et une structure de financement plus solide au niveau de l'entreprise et au moyen de quels instruments ?*

*31) Comment l'UE peut-elle au mieux aider le marché à développer de nouvelles technologies et de nouveaux modèles d'entreprise favorisant l'intégration et l'efficacité des marchés des capitaux ?*

*32) Y a-t-il d'autres domaines, non recensés dans ce livre vert, dans lesquels il serait nécessaire d'agir pour parvenir à établir une union des marchés des capitaux ? Dans l'affirmative, quels sont ces domaines et quelle forme pourrait prendre cette action ?*

SFAF souhaite rappeler que la bonne santé financière d'une entreprise réside d'abord dans le fonds de roulement et son financement.

Le financement de l'économie ne peut oublier ce pan important de l'édifice de confiance qui doit être érigé entre les acteurs des marchés de capitaux. La titrisation des créances court terme répond en particulier à ce point. Le dirigeant est alors à même de penser à moyen et long termes.

Le vieillissement de la population, des besoins qui sont liés à l'accroissement de la longévité et donc de la dépendance militent pour l'établissement d'épargne à long terme fiscalement privilégiée pour tenir compte aussi des risques encourus par l'épargnant. D'autres solutions que celles purement financières devront être mises en œuvre.