

QUESTIONNAIRE SUR L'UNION DES MARCHÉS DE CAPITAUX

COMMISSION DES AFFAIRES EUROPÉENNES DE L'ASSEMBLÉE NATIONALE

Réponse de l'AMAFI

Le Président de l'AMAFI et sa Directrice générale ont été auditionnés le 11 mars dernier par la Commission des affaires européennes de l'Assemblée nationale dans le cadre de sa mission de contrôle sur l'Union des marchés de capitaux. Pour faire suite à cette audition, il leur a été demandé de bien vouloir compléter un questionnaire adressé par la Commission.

Le présent document vise à répondre à cette demande. Il s'appuie sur les propositions faites par l'AMAFI en fin d'année 2023 ([AMAFI / 23-88](#)), visant à donner un nouvel élan aux marchés des capitaux dans le contexte de la mise en place de la nouvelle législature européenne.

I. QUESTIONS GÉNÉRALES

1. Que recouvre précisément le terme d'« Union des marchés de capitaux » : s'agit-il d'harmoniser les marchés de capitaux domestiques ou de les unifier en un seul marché de capitaux ?

L'Union des marchés de capitaux (UMC) vise avant tout à harmoniser les règles et à lever les barrières réglementaires qui entravent la libre circulation des capitaux entre les États membres. L'UMC devrait ainsi permettre d'améliorer le financement des entreprises en augmentant la profondeur et la compétitivité des marchés financiers, notamment à destination des PME et ETI, en complément du financement bancaire aujourd'hui dominant.

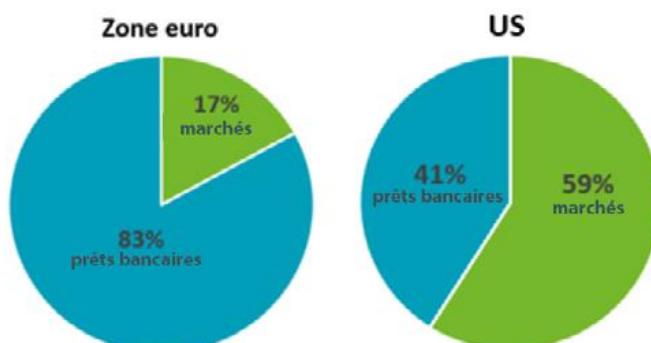
Il ne s'agit pas d'unifier les marchés en un seul bloc, mais d'assurer une convergence réglementaire pour faciliter l'accès des entreprises et des investisseurs aux financements transfrontaliers. L'objectif est d'offrir un cadre plus intégré, tout en respectant les spécificités des écosystèmes financiers locaux. Cette harmonisation ne devrait pas ainsi aboutir à une uniformisation excessive qui nuirait à répondre aux besoins des émetteurs et des investisseurs qui peuvent varier en fonction du contexte national et des particularités du tissu économique.

Des marchés de capitaux profonds et entre lesquels les capitaux circulent librement sont indispensables pour relever les défis de financement auxquels l'UE fait face, car la capacité de

financement bancaire est insuffisante au regard des besoins. Les marchés de capitaux sont ainsi essentiels pour assurer l'autonomie stratégique de l'Europe. Or, le financement par le marché demeure marginal en Europe : les proportions entre la dette des entreprises financée par le crédit bancaire et celle financée par le marché sont presque inverses entre l'UE et les États-Unis.

Un financement des entreprises de l'Union essentiellement bancaire

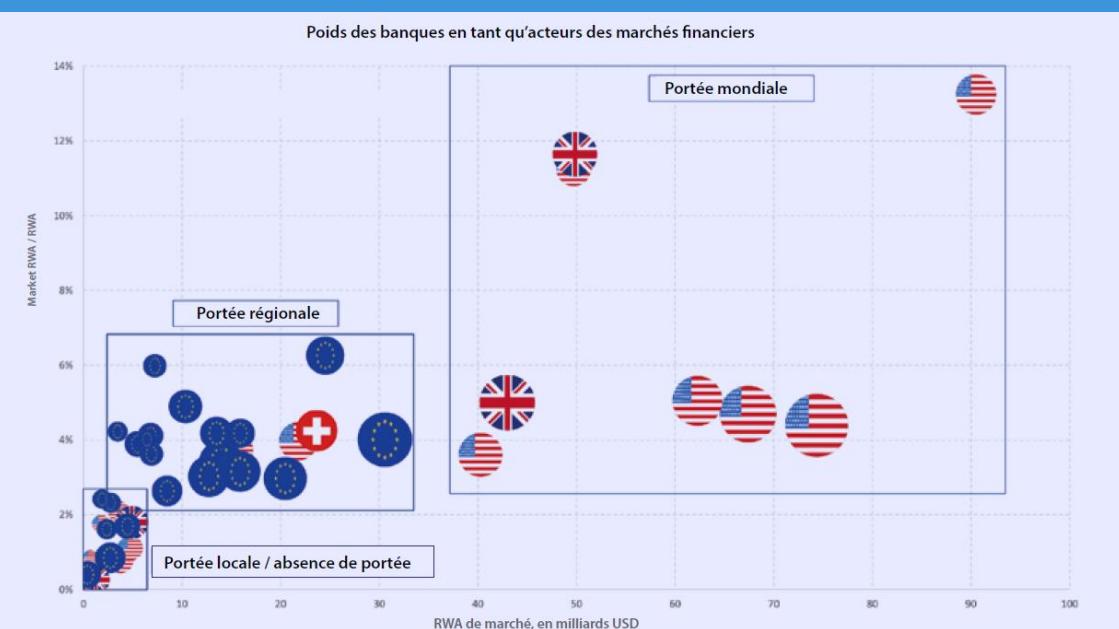
Sources de financement des entreprises en 2022



Source: Banque de France, Eurostat, FED

Et, alors que les banques européennes n'occupent pas (plus pour certaines) de rang mondial sur les marchés, la dépendance croissante de l'UE aux financements étrangers est une question qui ne devrait pas laisser indifférent.

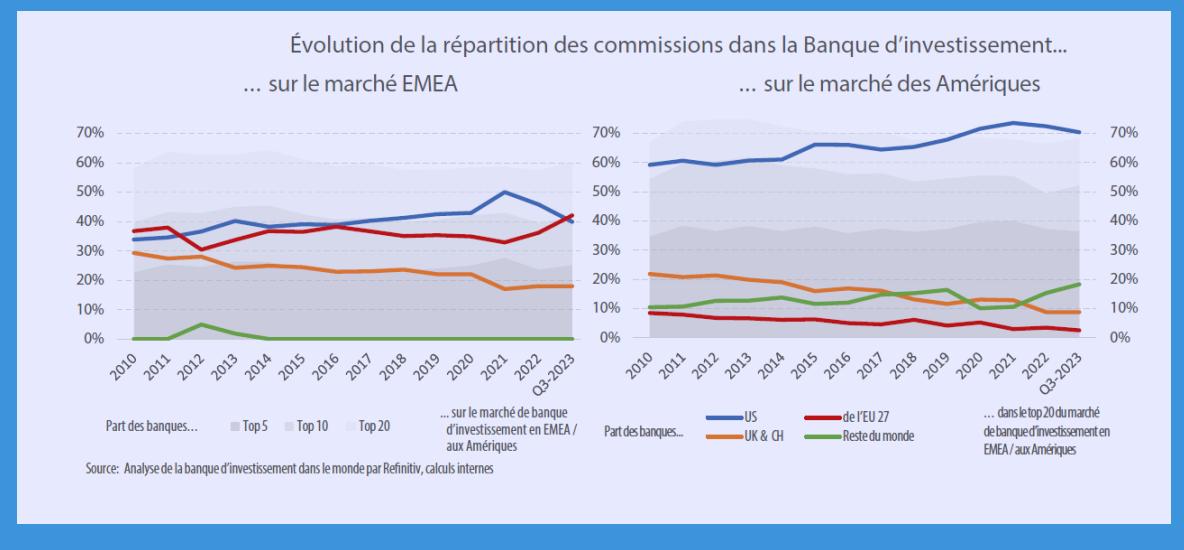
Le poids des banques européennes dans les marchés financiers



Le graphique ci-dessus présente les actifs pondérés du risque (*risk weighted assets* - RWA) attribués au risque de marché pour les 25 plus grandes banques européennes et américaines. Ils sont exprimés à la fois en termes absolus (montants en milliards d'USD) et en termes relatifs (RWA de marché en pourcentage des RWA totaux)¹. Sans être absolument homogène d'une banque à l'autre, le RWA est l'indicateur qui permet le mieux de comparer l'importance des activités de marchés des banques. Il apparaît que, alors que 6 banques américaines et 2 banques britanniques exercent des activités sur les marchés mondiaux, 15 banques de l'UE sont en concurrence et peinent à préserver leur empreinte régionale, une seule banque de l'UE ayant le potentiel de rejoindre les acteurs mondiaux.

Ce niveau de fragmentation limite la rentabilité et la pertinence des banques de l'UE sur les marchés de gros.

En outre, tandis que les acteurs du marché américain augmentent progressivement leur part de marché sur les marchés américains et européens, les acteurs du marché européen perdent progressivement du terrain sur le marché américain. Une analyse approfondie de l'évolution des parts de marché sur le marché européen sur la période 2010-2023 révèle que la sortie d'un acteur du marché européen bénéficie (i) aux acteurs du marché domestique et (ii) aux banques d'investissement américaines, mais pas aux autres acteurs du marché européen. Cela illustre l'impact de la fragmentation des marchés financiers européens.



Tout ceci appelle à agir dans le sens du développement des marchés financiers européens, et de la compétitivité de leurs acteurs.

¹ En l'absence de déclaration homogène des revenus tirés des activités de marché, les RWA de marché sont le meilleur indicateur de la taille des activités de marché, car seules les activités de marché génèrent de tels RWA.

2. Depuis son lancement en 2014, l'Union des marchés de capitaux a fait l'objet d'une importante activité législative au niveau européen. Quel bilan dressez-vous des réalisations en la matière ? Quelles ont été, selon vous, les réformes les plus structurantes ? Quels sont les principaux points de blocage, tant techniques que politiques ?

En 2015, le président de la Commission Européenne, Jean-Paul Juncker a lancé l'initiative d'Union des Marchés de Capitaux (UMC) afin d'accroître le rôle des marchés financiers dans le financement de l'économie européenne. Malgré sa relance en 2020, l'UMC a donné lieu à de nombreuses initiatives réglementaires, mais les avancées restent limitées.

La revue de MiFID/MiFIR, la mise en place de la titrisation STS, la réglementation des fonds ELTIF, l'instauration du cadre prudentiel IFR-IFD spécifique aux acteurs de marché et CRR CRD pour les banques, l'organisation des marchés de dérivés sont des éléments centraux de l'UMC dont les résultats restent limités, qu'ils se mesurent en termes d'investissements des particuliers sur les marchés financiers, de la part des marchés financiers dans le financement de l'économie ou du positionnement concurrentiel des établissements européens dans le monde².

A l'approche de la fin du mandat de la précédente Commission, plusieurs autorités et États membres ont engagé des réflexions sur le futur de l'Union, avec un accent particulier sur ses marchés financiers.

Ainsi :

- À la demande des ministres des Finances de la zone euro, le président de l'Eurogroupe, Paschal Donohoe, a formulé des [recommandations](#) sur l'avenir des marchés financiers européens.
- L'ancien premier ministre italien, Enrico Letta, mandaté par le Conseil, a produit un [rapport](#) sur les domaines dans lesquels l'intégration dans le marché unique ne progresse plus et les activités transfrontalières sont freinées, en mettant l'accent sur les progrès limités vers l'Union des marchés des capitaux.
- Mario Draghi, ancien président de la BCE et président du Conseil italien, a élaboré un [rapport](#) sur l'avenir de la compétitivité européenne, à la demande de la présidente de la Commission européenne, Ursula von der Leyen.
- Missionné par le ministre de l'économie, Christian Noyer a formulé des [propositions](#) concrètes pour relancer l'Union des marchés de capitaux.
- L'ESMA elle-même a émis une série de [recommandations](#) visant à bâtir des marchés européens plus attractifs et efficaces.

Publiés entre février et septembre 2024, ces rapports se rejoignent sur de nombreux constats, notamment le décrochage économique de l'Europe, en particulier par rapport aux Etats-Unis, la fragmentation persistante des marchés européens ou l'allocation sous-optimale de l'épargne.

² Le ratio capitalisation des marchés / PIB de l'UE est inférieur à 60 %, soit un tiers de son niveau aux États-Unis.

Parmi les obstacles identifiés :

- Fragmentation des cadres réglementaires et fiscaux entre États membres, notamment en matière de droit des faillites et de droit des titres.
- Résistance des États membres à une harmonisation profonde qui remettrait en cause certains choix souverains.
- Faible mobilisation de l'épargne des ménages européens vers les investissements de long terme (prédominance de l'épargne réglementée et de la dette des États plutôt que des titres de capital), du fait de freins culturels et règlementaires.
- Manque d'une supervision européenne efficace et de véritables incitations à la convergence des pratiques, et cadre réglementaire manquant d'agilité.
- Faible attractivité des marchés européens auprès des investisseurs internationaux face aux places américaines et asiatiques.
- Pression réglementaire forte réhaussant le « *cost of doing business* » dans le secteur financier régulé et restreignant les capacités d'investissement et d'innovation³.
- Absence d'une approche stratégique de type « politique industrielle » du secteur des marchés financiers, venant équilibrer le prisme consumériste.

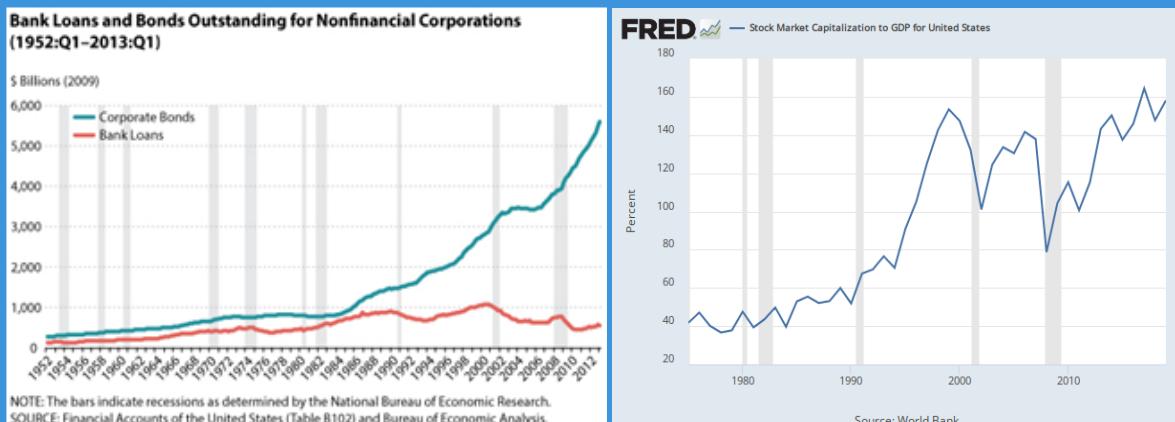
Les rapports formulent de nombreuses recommandations qui peuvent être classées selon trois grands axes :

- Poursuivre l'intégration européenne en matière financière, avec le souci de la compétitivité (rôle de l'ESMA comme superviseur unique, consolidation des infrastructures, etc.),
- Orienter l'épargne européenne vers le financement effectif de l'économie européenne (éducation financière, évolution des systèmes de retraite, incitations fiscales),
- Relancer le marché européen de la titrisation, outil indispensable de financement de l'économie.

Il faut souligner que la situation actuelle du financement très majoritairement apporté par le marché aux États-Unis est le résultat d'une évolution conduite sur près de 30 ans, entre le milieu des années 70 et le début des années 2000, qui a permis le passage d'un modèle fondé sur le crédit bancaire (assez semblable à celui de l'Union Européenne actuellement) vers un modèle davantage fondé sur les marchés financiers.

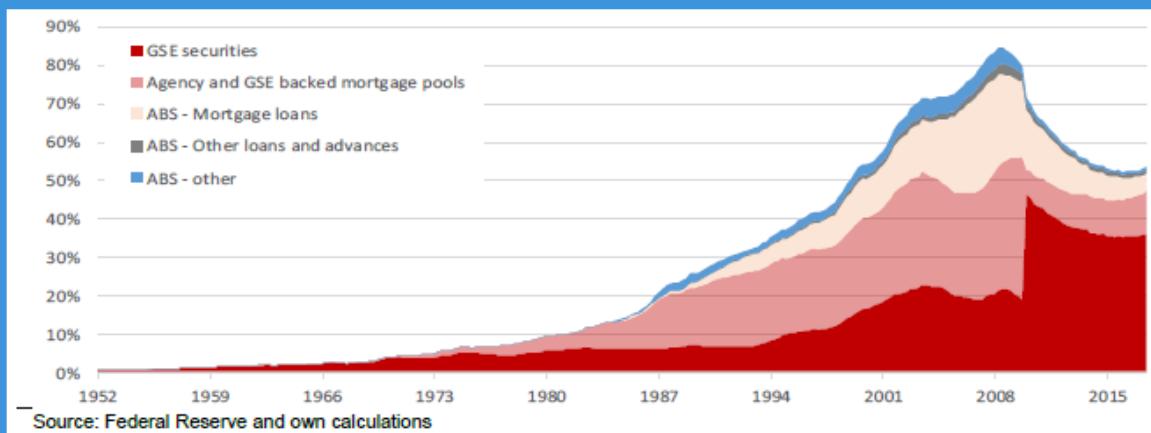
³ À titre d'exemple, Oliver Wyman estime que, comparés à leurs pairs américains, les établissements de crédit européens subissent un désavantage de l'ordre de 0,8 à 1 point de pourcentage de rendement des capitaux propres (*return on equity*) du fait des exigences en capital réglementaires qui leur sont imposées (« *The EU banking regulatory framework and its impact on banks and the economy* », *Oliver Wyman, janvier 2023, p. 52, rapport commissionné par la Fédération bancaire européenne*).

Transformation du modèle de financement aux États-Unis



Cette mutation s'est appuyée sur trois leviers principaux ::

- l'unité (légale, fiscale, réglementaire, en termes de supervision, d'infrastructures post-marché, d'actif sans risque, de devise, etc.),
- le développement de la titrisation (v. infra illustration)
- et la forte montée en puissance des fonds de pension (actifs multipliés par 20 entre 1975 et 2005, et proportion des actions et alternatifs passée de 30 % à 70 %)



3. En 2024, les chefs d'État européens et la Commission européenne ont réaffirmé l'ambition d'approfondir l'Union des marchés de capitaux, renommée Union de l'épargne et de l'investissement. Quels constats et quels objectifs motivent une telle relance ? Parmi les nombreuses mesures envisagées, quels sont, d'après vous, les chantiers prioritaires pour améliorer la compétitivité et la performance des marchés de capitaux européens ?

Constats

V. également la réponse à la question précédente.

La relance de l'UMC⁴ est motivée par la nécessité de démultiplier les financements au-delà des crédits bancaires et d'attirer davantage de capitaux vers les entreprises (épargne européenne mais aussi investisseurs internationaux) afin de renforcer la compétitivité de l'UE, et sécuriser son rang économique et la pérennité de son modèle social.

Cela part du constat du décrochage économique de l'Europe vis-à-vis des États-Unis et des risques pesant sur sa souveraineté. L'UE doit renforcer son autonomie stratégique et combler son retard sur les marchés américains en développant une approche plus pragmatique et en encourageant la compétitivité de ses marchés.

L'urgence de répondre aux impératifs des transitions technologique et environnementale ne fait qu'amplifier ce besoin. Pour faire face à ces défis où leur rôle est majeur, les entreprises doivent disposer d'importants financements. Or, le financement en fonds propres qu'apporte la détention d'actions est déterminant pour permettre l'engagement de long terme crucial pour l'investissements à risque, et donc l'innovation, sans laquelle la bataille de la compétitivité ne pourra être gagnée au sein d'une concurrence aujourd'hui mondiale.

Les chantiers prioritaires

Alors que de nombreuses évolutions règlementaires ont été réalisées depuis 2015, les réformes à mener aujourd'hui apparaissent nécessairement plus structurelles et susceptibles de heurter le fonctionnement actuel des institutions européennes (s'agissant des réformes de nature institutionnelle), la souveraineté des États membres (fiscalité, droit des titres, droit de la faillite, infrastructures marché et post-marché) ou encore des dogmes très ancrés (s'agissant de la titrisation) ou des modèles sociaux installés (s'agissant de l'allocation de l'épargne).

Sur ces bases, l'AMAFI considère que plusieurs pistes de réforme doivent être envisagées.

Celles-ci sont d'abord celles qui présideront à promouvoir un changement d'état d'esprit dans l'approche des autorités européennes, afin de favoriser la compétitivité des acteurs européens, notamment dans la sphère financière.

⁴ L'Union de l'épargne et de l'investissement regroupe l'UMC et l'Union bancaire.

1. Un changement d'état d'esprit

- Compléter l'approche top-down qui a prévalu depuis 15 ans (règles décidées à Bruxelles et appliquées de manière la plus uniforme possible partout dans l'UE) par une approche bottom-up qui permettrait aux Etats dont les marchés sont les moins développés de développer leurs marchés domestiques, sous réserve de ne pas contrarier de grands principes communs, et aux Etats dont les marchés sont plus développés de s'engager dans des réformes ambitieuses sans nécessairement embarquer ab initio les 27 (coalition of the willing).
- Compléter l'approche consumériste qui préside à de nombreuses initiatives législatives, pour intégrer la considération de la compétitivité des acteurs européens. Cela devrait notamment s'illustrer dans l'analyse d'impact, réputée accompagner chaque proposition législative, et pouvoir aboutir à l'abandonner ou la réorienter sensiblement.
- Compléter le mandat des agences européennes de supervision (ESAs) par un objectif de préservation de la compétitivité des marchés / des acteurs européens (à l'instar de ce qui est en place au Royaume-Uni pour la FCA et aux Etats-Unis pour la SEC).
- Revoir la portée géographique des réglementations européennes, s'agissant notamment des dispositions relatives à l'intégrité des marchés ou à la protection de la clientèle, pour en exclure les activités conduites par des entités de l'Union sur des marchés avec des clients extra-européens. Pour mémoire, l'application des règles à l'échelle des personnes morales entrave régulièrement l'activité des établissements de l'Union (règle du « no LEI no trade » avec les clients asiatiques, application de l'obligation de négociation de certains dérivés sur les plateformes EU ou équivalentes, traitement des fonds de pension britanniques dans le cadre de l'obligation de compensation, etc.).
- Revoir l'équilibre des différents niveaux législatifs dans les textes européens, l'abus de précisions paramétriques dans les textes de niveau 1 se traduisant par une rigidité des dispositions incompatible avec l'agilité rendu nécessaire par une concurrence aiguë. Cela est le cas, par exemple, des nouvelles modalités de transparence post-négociation des transactions sur les obligations issues de la revue de MiFIR⁵ qui pénalisent les marchés européens là où le Royaume-Uni va user de règles plus souples.
- Doter les autorités de supervision européennes (*European Supervisory Authorities – ESAs*) d'une meilleure capacité de suspendre l'application des dispositions qui s'avèrent contre-productives. Cette flexibilité est indispensable à un moment où la concurrence des pays tiers, y compris en Europe, est très vive. Même si, depuis la réforme de 2020, elles sont en capacité d'émettre des *no-action letters*, l'outil reste lourd et peu efficace. L'industrie continue de dépendre de l'expédient de déclarations de l'ESMA dépriorisant l'action de surveillance des autorités nationales, que celle-ci rechigne naturellement à émettre. Sans méconnaître les difficultés liées à l'équilibres de pouvoirs au sein de l'UE (doctrine Meroni), il devrait être possible de faciliter et fluidifier l'usage des *no-action letters* – l'Autorité des marchés financiers travaille d'ailleurs actuellement avec l'industrie sur un projet de proposition en ce sens.

⁵ Réglementation encadrant les marchés d'instruments financiers de l'UE.

Un exemple de situation nécessitant un outil juridique d'intervention des Autorités européennes : l'exigence de marges bilatérales sur les options sur actions

Les acteurs européens courraient le risque d'un désavantage compétitif s'ils avaient été soumis à l'obligation d'exiger de leurs clients et contreparties des marges bilatérales pour les transactions sur options sur actions conclues de gré à gré, alors que leurs concurrents au Royaume-Uni et aux États-Unis n'y sont pas sujets.

Cette obligation aurait effectivement été applicable pendant la période courant entre l'arrivée à expiration le 4 janvier 2024 de l'exemption jusqu'alors en place et l'entrée en vigueur d'EMIR 3, règlement dans le cadre duquel les législateurs s'étaient accordés sur une exemption permanente à cette obligation, mais non encore finalisé et dont l'entrée en vigueur ne devait pas intervenir avant le 4 janvier.

Sur demande notamment de l'AMF, les ESAs ont publié leur proposition d'extension assortie d'une « *no-action* » seulement le 23 décembre 2023.

2. Deux réformes indispensables à mener

► Canaliser l'épargne des ménages européens vers le financement de l'économie

Au-delà du constat sur l'abondance de l'épargne européenne et sa mauvaise orientation vers, d'une part, des produits court terme, peu risqués et n'investissant pas dans les entreprises, et, d'autre part, des produits plus risqués mais investis dans des actifs non-européens, il convient de souligner deux facteurs importants :

- Les choix d'allocation de leur épargne par les ménages européens seraient sans doute différents et plus orientés vers des produits de financement long s'ils se fondaient sur une éducation financière plus poussée. Toutefois, s'il fait consensus dans son principe, il faut souligner que le développement de l'éducation financière ne portera ses effets qu'à l'échelle d'une génération, et ne constitue donc pas une solution aux enjeux de court terme auxquels l'Union fait face.
- S'ils ne répondent pas aux besoins de l'économie européenne, ces choix d'allocation répondent à un choix rationnel des ménages européens, mélange d'aversion au risque et de diversification des risques : un ménage européen étant déjà exposé par nature à l'évolution de l'économie de l'Union, il est rationnel, s'il est prêt à prendre des risques, qu'il s'expose plutôt aux économies des autres régions. Ce constat en amène deux autres, cruciaux : (i) la promotion de l'investissement individuel spontané via la baisse des coûts (le principal objectif de la *Retail Investment Strategy*, proposition de texte de la Commission européenne en cours de discussion) ne produira sans doute pas de modification des choix d'allocation, et (ii) pour modifier ces choix, un nouveau paramètre, s'impose, celui d'incitations fiscales massives et coordonnées des États membres.

Sur ces bases, il semble nécessaire de développer une offre, idéalement commune entre plusieurs États membres, d'instruments collectifs d'épargne de long terme, investis au profit de l'économie européenne et portés par des incitations fiscales coordonnées, mais non nécessairement harmonisées, puisque le domaine fiscal reste à la main des États membres. Plusieurs pistes peuvent ici être envisagées : (i) épargne en entreprise, (ii) épargne retraite, ou (iii) épargne successorale notamment. Dans un contexte de capacités fiscales limitées, on notera que cette dernière option a l'avantage d'un coût fiscal différé, puisque l'investissement doit précéder d'assez loin l'activation du bénéfice fiscal.

Dans tous les cas, la mise en place de telles solutions devra veiller à ne pas déséquilibrer les bilans bancaires et assurantiels.

L'affectation de l'épargne dépendant essentiellement de facteurs nationaux souvent structurels (niveau d'éducation financière, acceptation du risque, système de retraite, fiscalité, etc.), sa réorientation reposera sur des initiatives prises au niveau des États membres. Si une coordination européenne est indispensable, cette réorientation de l'épargne relèvera donc nécessairement de l'approche *bottom-up* citée plus haut.

À cet égard, il est notable que les approches *top-down* engagées au niveau de l'Union n'ont pas été couronnées de succès :

- Entre leur introduction en 2015 et 2021, les fonds d'investissement à long terme européens (ELTIF) n'avaient été créés que dans 4 pays et n'avaient collecté que € 2,5 Mds environ. La revue du cadre réglementaire, trop rigide, n'a permis qu'une montée en puissance limitée du dispositif (moins de € 15 Mds fin 2024).
- De même, le produit pan-européen de retraite (*Pan European Pension Product, PEPP*), actif depuis mars 2022, n'est quasiment pas distribué, victime d'un plafonnement arbitraire à 1 %⁶ des frais susceptibles d'être prélevés par l'ensemble des acteurs de la chaîne de structuration, de gestion et de distribution.
- Enfin, la stratégie d'investissement des particuliers (*Retail Investment Strategy, RIS*) reste très discutée entre les législateurs, et son issue très incertaine, plus de 18 mois après la proposition de la Commission, trop exclusivement centrée sur la baisse des coûts (au détriment d'autres facteurs clés de performance) et la distribution de « produits simples », et introduisant une complexification forte du parcours client, dans un contexte où la simplicité d'accès est clé comme le montre l'engouement des particuliers pour les cryptoactifs.

À la lumière de ces expériences, il apparaît qu'en matière de distribution d'instruments financiers, l'intervention du législateur européen devrait se concentrer sur les moyens de **concilier protection des investisseurs et simplicité du parcours client, sans ambition prescriptive sur les produits à privilégier ou le niveau des coûts, qui relèvent du jeu concurrentiel**.

⁶ Ce que reconnaît du reste le [staff paper](#) de l'EIOPA de septembre 2024.

► Relancer le marché de la titrisation au sein de l'Union

Même si les marchés financiers devraient jouer un rôle plus important dans le financement de l'économie européenne, les prêts bancaires restent essentiels pour certains projets et certaines entreprises, en particulier les PME (c'est du reste le cas aux Etats Unis, avec le soutien de la Small Business Administration). Dans ce contexte, et alors que le crédit bancaire constitue la principale source de financement des économies de l'UE, la titrisation est un outil indispensable pour les banques, en leur conférant une capacité accrue à générer du crédit à capacité bilantielle constante, tout en offrant aux investisseurs une plus grande variété d'opportunités d'investissement.

Comme l'a souligné la Présidente de la BCE, Christine Lagarde : « Une véritable UMC impliquerait la constitution d'un marché de la titrisation suffisamment important, permettant aux banques de transférer certains risques aux investisseurs, de libérer des capitaux et de débloquer des prêts supplémentaires. Aux États-Unis, les banques ont accès à un marché de la titrisation trois fois plus important qu'en Europe. Ce marché pourrait être encore plus puissant dans notre système financier s'appuyant sur les banques »⁷.

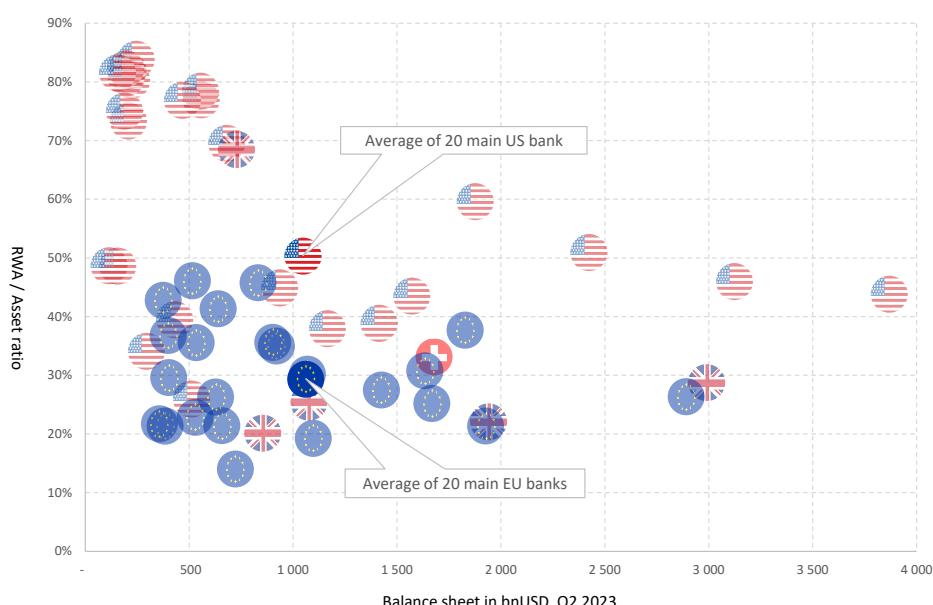
Toutefois, depuis 15 ans, le marché de la titrisation en Europe reste à l'étiage en raison des contraintes réglementaires : en 2008, la taille du marché européen de la titrisation, y compris le Royaume-Uni, était de 75 % de celle des États-Unis. En 2020, il n'était plus que de 6 %, alors que les États-Unis ont été la source des excès ayant conduit à la crise financière de 2008.

Le sous-développement de la titrisation en Europe se traduit par une **“embolisation” des bilans bancaires européens** (le ratio moyen des risques de marché – RWA – rapportés au bilan est de 50 % aux États-Unis et de 30 % dans l'UE). Cela induit une moindre capacité des banques à recycler leurs risques et à récupérer de l'espace bilanciel afin de doper leur capacité de financement à fonds propres constants.

⁷ <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp231117~88389f194b.en.html>

Le faible développement du marché de la titrisation affecte directement les bilans bancaires européens

Balance sheet density of US and European banks



4. La Commission européenne a évalué que l'intégration des marchés de capitaux permettrait de lever 470 Md€ supplémentaires par an, mais d'autres estimations sont également avancées. Comment et à combien évaluez-vous le montant des capitaux privés que l'UMC permettrait de mobiliser ? Quel serait son effet sur la croissance ?

Face aux enjeux des grandes transitions (décarbonation, digitalisation, démographie) et de l'adaptation aux nouveaux risques géopolitiques, les besoins de financement de l'économie de l'Union sont massifs. Pour les seules années qui viennent, d'après les estimations de la Commission, ils peuvent être estimés à 1,000 MdEUR additionnels par an :

- Sans même tenir compte du coût croissant des phénomènes météorologiques extrêmes, la transition écologique nécessite des investissements supplémentaires de plus de 620 milliards d'euros par an jusqu'en 2030 pour atteindre les objectifs du Green Deal et de Repower EU ;
- La montée des tensions géopolitiques se traduit par des dépenses supplémentaires de défense (le plan ReArm Europe de la Commission européenne estime que les investissements dans la défense atteindraient au moins € 800 milliards dans les 4 prochaines années⁸), tandis que la reconstruction de l'Ukraine pourrait nécessiter environ 384 milliards d'euros au cours des 10 prochaines années ;
- Combler le déficit d'investissement de l'UE pour la transition numérique pourrait coûter au moins 125 milliards d'euros par an (investissements dans la connectivité, la présence industrielle et technologique, l'économie de la donnée et le cadre juridique des services numériques).

Il paraît illusoire d'espérer que le financement bancaire permettra de répondre à ces besoins nouveaux :

- **Le besoin est trop important par rapport à la capacité de financement actuelle des banques**, puisqu'il représente un quart environ de tous les crédits accordés en 2023 aux sociétés non-financières (y compris le refinancement de dettes préexistantes).
- **L'extension de la capacité des banques européennes paraît peu réaliste** au regard de leur valorisation déprimée par rapport aux banques américaines (*price to book ratio* compris entre 0.25 et 1 pour les grandes banques européennes depuis 2009, alors qu'il a toujours dépassé 1 pour les grandes banques américaines sur cette période). Dans ces conditions, et même si la situation des banques européennes s'est légèrement améliorée depuis peu, l'ampleur des levées de capital qui serait nécessaire à une expansion du crédit privé en Europe paraît dirimante. En outre, la contrainte prudentielle liée aux réformes de Bâle III et leur application par la BCE augmentent les exigences en fonds-propres à bilan constant, et affectent de manière disproportionnée la capacité des banques européennes à maintenir les financements sur les projets à moyen ou long terme et à se positionner sur les projets innovants ou de long-terme, à haut risque et à haut rendement.

L'ensemble plaide pour que soient menées des réformes ambitieuses afin de développer des marchés financiers européens plus profonds et moins fragmentés.

⁸ [Joint white paper for European Defence Readiness 2030](#), Commission européenne, 12 mars 2025.

5. La mise en place de l'UMC permettra-t-elle de limiter significativement la fuite des capitaux européens vers l'étranger, et notamment vers les Etats-Unis ? L'allocation de l'épargne entre les pays européens en serait-elle modifiée ?

Oui, mais seulement à condition de rendre les investissements dans les actifs européens cotés plus attractifs grâce à des incitations fiscales et une meilleure liquidité. Le différentiel de performance avec les actifs américains et la rationalité d'une diversification des risques plaident en effet pour l'investissement dans les actifs américains (*v. réponse à la question 3*). Un cadre réglementaire et fiscal stable et prévisible, pour les particuliers et les entreprises, est à ce titre indispensable (*v. AMAFI / 24-69 : Baromètre de la fiscalité de l'épargne et du financement des entreprises*⁹).

6. Combien de parts de marché représentent actuellement les acteurs étrangers sur le marché de la gestion d'actifs européen, et avec quelles conséquences ? À cet égard, l'UMC pourrait-elle permettre de renforcer l'autonomie stratégique de l'Union européenne ?

L'AMAFI ne traite pas des sujets de gestion d'actifs.

7. Quels seront les effets de l'UMC sur la stabilité financière ? Induit-elle des facteurs de résilience ou des risques spécifiques ?

L'UMC peut accroître la stabilité financière en diversifiant les sources de financement et l'intégration des marchés peut renforcer la résilience.

Toutefois, une intégration accrue peut aussi accentuer les effets de contagion en période de crise, nécessitant des dispositifs de surveillance prudentielle adaptés, qui nous semblent déjà en place, comme l'a prouvé la capacité du système à surmonter les situations de crise récente (faillite de SVB et, surtout, de Crédit Suisse).

8. L'UMC est-elle possible sans harmoniser les droits des faillites, des titres et la fiscalité ?

Non, ces divergences restent un frein majeur. L'harmonisation de ces aspects est un levier essentiel, mais leur unification complète semble peu réaliste à court terme. Des premiers efforts ont été faits en ce sens, par exemple avec la directive « *relative aux cadres de restructuration préventive, à la remise de dettes et aux déchéances, et aux mesures à prendre pour augmenter l'efficacité des procédures en matière de restructuration, d'insolvabilité et de remise de dettes* » (*Directive 2019/1023*). Une approche progressive est nécessaire.

La création d'un 28ème régime pourrait permettre de contourner ce problème. Il s'agit d'un régime juridique qui, par un ensemble de règles uniques, faciliterait les activités à travers l'UE des entreprises,

⁹ Le coût fiscal du financement en fonds propres et en dette des entreprises françaises, même s'il a été nettement abaissé par les réformes fiscales entreprises depuis 2018, reste supérieur à celui des entreprises allemandes, et notre fiscalité reste toujours l'une des plus élevées d'Europe : alors que les Français sont encore trop souvent réfractaires à allouer leur épargne vers l'investissement productif, il est essentiel que soit fiscalement reconnu l'engagement de long terme qu'implique cette forme d'épargne.

y compris les PME, notamment les plus innovantes. Ainsi, celles-ci n'auraient pas à appliquer séparément les règles des États membres dans lesquels elles opèrent. L'objectif est de simplifier les règles applicables, s'agissant notamment du droit des sociétés, de l'insolvabilité, du travail et de la fiscalité. Ce régime semble pouvoir être plus particulièrement utile aux entreprises qui se créent.

La Commission européenne devrait adopter une proposition de texte sur ce sujet en 2025.

9. Quelles ont été les conséquences du Brexit sur l'opportunité et la faisabilité d'une Union des marchés de capitaux ? Quelles relations entretiennent aujourd'hui les marchés financiers européens et britanniques ?

Le Brexit a renforcé la nécessité d'une UMC pour réduire la fragmentation des marchés de l'UE et garantir un accès fluide aux capitaux de l'Union, alors que son principal marché sortait de ses frontières. Le Brexit a ainsi été une opportunité de développer des centres financiers alternatifs sur le continent, notamment en renforçant les places financières comme Paris (essentiellement pour les activités de marché) et Francfort (notamment pour la localisation des sièges sociaux européens, avec l'avantage de la proximité du superviseur européen), voire, pour les activités de compte propre, Amsterdam, et pour la fiscalité, Milan ou Madrid, ou encore, pour la gestion d'actifs, Dublin et Luxembourg.

La concurrence de ces places en termes d'attractivité s'est exacerbée, avec un arbitrage réalisé essentiellement sur les facteurs de coût du travail, la fiscalité supportée par les entreprises et les salariés, la qualité perçue des autorités réglementaires locales, ou encore la stabilité politique.

L'enjeu des équivalences réglementaires avec le Royaume-Uni reste vif dans des domaines spécifiques, comme celui de la compensation des dérivés et du recours aux infrastructures financières britanniques.

Surtout, la divergence du droit britannique par rapport au droit européen, s'intensifie, avec un objectif assumé et explicite de faire gagner la place britannique en compétitivité. Dans ce contexte post-Brexit, il est clé pour l'Union de se doter des outils et mécanismes qui lui permettront de faire face à cette concurrence accrue.

Les marchés financiers européens et britanniques restent fortement liés, avec un nombre important d'activités exercées par des groupes transfrontières, qui ont réorganisé une partie de leurs activités en Europe (localisation d'équipes et de capitaux réglementaires dans l'UE, avec une base, notamment décisionnelle, qui demeure souvent au Royaume-Uni). La pénétration dans les marchés de l'UE des établissements anglo-saxons semble s'être accrue depuis le Brexit au vu des données rapportées par les établissements et des *league tables* (*classements des établissements pour des activités données*).

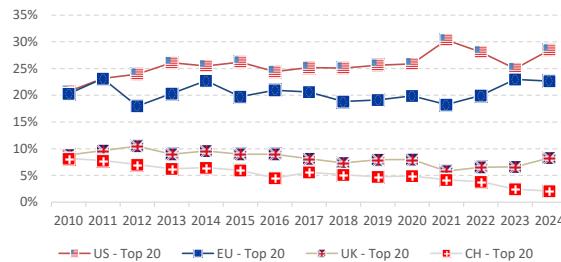
Perte de parts de marché des banques EU dans les activités d'investissement

	Indicateurs d'activité	Evolution 2013 - 2023 des indicateurs GSIBs
	EU GSIBs	US GSIBs
Leverage Exposure	+11%	+55%
Payments	+28%	+64%
Asset under custody	+39%	+131%
Underwriting activity	-12%	+30%
Securities outstanding	+14%	+81%

Source : Indicateurs G-SIBs
GSIB : Global Systemically Important Bank

Banque d'investissement (ECM, DCM, M&A, Syndicated loans)¹⁰

Market share evolution of Top 20 players by origin, EMEA Investment Banking



Source : League table Refinitiv, M&A, ECM, DCM, Syndicated loans

10. Quels effets aurait l'Union des marchés de capitaux sur l'attractivité de la Place financière de Paris ?

Paris pourrait bénéficier d'une UMC plus intégrée en renforçant son rôle de *hub* financier pour l'Europe continentale, à condition d'améliorer sa compétitivité réglementaire et fiscale, et en ayant à l'esprit que certaines des principales infrastructures de marché n'y sont pas localisées (chambres de compensation, marchés des dérivés).

L'incertitude politique ainsi que les décisions budgétaires récentes ne vont pas dans le sens d'un tel renforcement.

II. L'ACCÈS DES ENTREPRISES AUX MARCHÉS FINANCIERS

11. En Europe, le financement des entreprises est majoritairement intermédiaire par les banques. À quels facteurs est due cette situation ? Vous semble-t-il souhaitable d'accroître la place des marchés financiers dans le financement des entreprises ?

V. réponse à la question 2.

Le financement bancaire domine en raison de plusieurs facteurs :

- Un cadre réglementaire et fiscal qui favorise le financement des entreprises par le crédit bancaire,
- Des obligations réglementaires lourdes pour les entreprises cotées, y compris en matière de transparence, et manquant de proportionnalité,

¹⁰ Equity capital markets ou activités de marché actions, Debt capital markets ou activités de marché obligataires, Mergers & acquisitions ou fusions-acquisitions, Syndicated loans ou activités de prêts syndiqués.

- Une fiscalité spécifique aux entreprises cotées (et à leurs investisseurs), comme par exemple dernièrement une nouvelle taxe sur les rachats d'actions ou encore l'augmentation du taux de la taxe sur les transactions financières,
- Un faible développement des marchés actions pour les PME et ETI et un accès plus complexe aux marchés pour ces entreprises qui peinent à supporter les coûts et les exigences de cotation,
- Une absence d'incitations fiscales suffisantes pour encourager l'investissement en fonds propres, par les investisseurs institutionnels (par exemple les assureurs, contraints par l'encadrement prudentiel opéré par Solvency II) comme les particuliers,
- Une culture d'investissement en actions et en obligations d'entreprises encore limitée en Europe.

L'AMAFI estime qu'il est nécessaire d'accroître la part du financement par le marché.

L'objectif est de mieux diversifier les sources de financement et d'offrir aux entreprises, en particulier les PME et ETI, des alternatives au crédit bancaire. Le marché est en effet un outil puissant de financement de l'innovation, car à même de porter des engagements de long terme, y compris pour des projets risqués. Il constitue ainsi un moyen réel d'apporter le financement nécessaire à la transition technologique et durable aujourd'hui nécessaire. Il est aussi un modèle fondé sur la transparence des informations, les entreprises cotées devant fournir des informations régulières sur l'évolution de leurs activités et résultats, et contribue ainsi à une économie ouverte, à laquelle chaque investisseur peut prendre part, en fonction de son appétit au risque.

12. Quelles difficultés rencontrent les entreprises pour se financer sur les marchés financiers européens ? Le paquet législatif Listing Act, adopté le 23 octobre 2024, a-t-il permis de faciliter l'accès aux marchés de capitaux pour les PME ? Le cas échéant, quelles évolutions demeurent nécessaires ?

Pour la première partie de la question, v. réponses aux questions précédentes.

L'impact du *Listing Act* n'est pas encore mesurable, les premières de ses dispositions étant entrées en application en décembre 2024. Les mesures proposées, ainsi que celles décidées dans le cadre national de la loi Attractivité¹¹ (relatives notamment aux actions à droits de vote multiples et aux augmentations de capital), vont dans le bon sens.

Néanmoins, ces mesures ne seront pas suffisantes en elles-mêmes à déclencher la cotation des entreprises.

Ainsi, un collectif d'acteurs représentatif de l'écosystème financier français (Euronext, associations de place, sociétés cotées, investisseurs, banquiers, conseils, avocats, agences de communication financière...) se mobilise actuellement à travers un [Manifeste](#) pour le développement des marchés de capitaux.

¹¹ publiée au JO le 14/06/2024.

En effet, la place financière française court aujourd’hui un risque d’atrophie :

- Depuis 2000, la somme des capitalisations boursières mondiales a été multipliée par quatre, alors que, sur la même période, la capitalisation boursière de la Place parisienne n'a que doublé.
- L'âge moyen des entreprises du CAC 40 est supérieur à 100 ans. Seule une “jeune” entreprise technologique (de moins de 40 ans), Dassault Systèmes, a rejoint l'indice¹². Ceci est le signe du faible remplacement des grandes valeurs françaises¹³.
- Cette évolution s'est accompagnée d'une concentration accrue : les 40 plus grandes capitalisations de la Place de Paris représentent 81 % de l'ensemble et concentrent 88 % des volumes quotidiens. Sur la même période, la gestion passive (représentant autour de 25 % des encours mondiaux) a concentré les volumes sur les entreprises les plus liquides, et en favorisant les stratégies thématiques ou globales a contribué à orienter l'épargne des Européens vers des entreprises internationales et les plus grosses valeurs, au détriment des PME-ETI.
- Les fonds spécialisés sur ce segment ont crû moins vite sur la période et ont même connu une décollecte massive depuis sept ans (3,3 milliards d'euros)¹⁴, pénalisant à la fois l'allocation continentale et les valeurs moyennes ou plus petites.
- La concentration des investissements impacte la profondeur de la cote, qui souffre d'une attrition notable sur une période récente. Ainsi en valeurs comparées, entre 2020 et 2024, l'Italie a enregistré 153 introductions en bourse (dont 147 réalisées par des PME & ETI), la Suède, 170 (dont 161 PME & ETI) et la France, 72 (dont 63 PME & ETI)¹⁵. Le solde des introductions et sorties de cote est largement négatif en France.

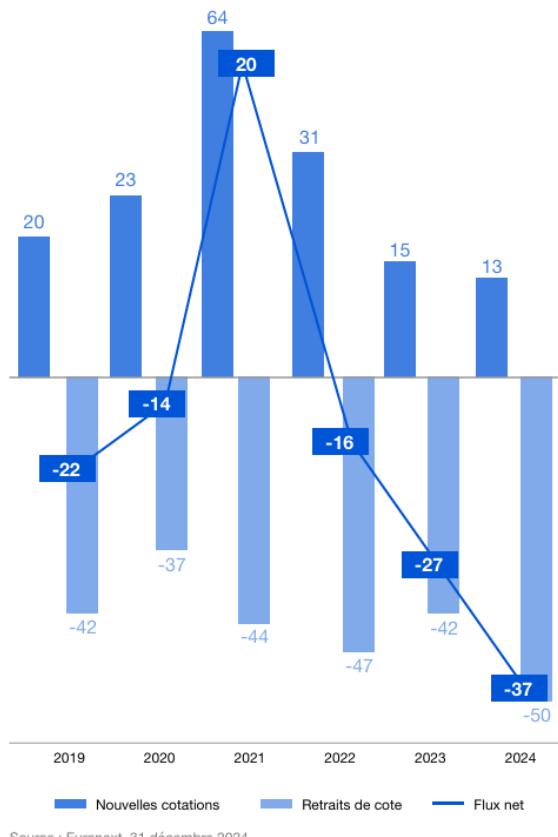
¹² « Financer la quatrième révolution industrielle – Lever le verrou du financement des entreprises technologiques », [Rapport de Philippe Tibi](#), juillet 2019.

¹³ Le même phénomène est constaté par ailleurs au niveau européen : les sociétés de l'Eurostoxx50 ont un âge moyen proche de 120 ans, tandis que leurs homologues américaines ont moins de 60 ans en moyenne. Seules cinq des plus grandes entreprises de l'UE ont moins de 50 ans, contre 31 de leurs homologues américaines, un chiffre qui inclut les six plus grandes capitalisations boursières américaines ([« Un nouvel élan pour des marchés à même de répondre aux besoins de financement de l'UE », AMAFI, janvier 2024](#)).

¹⁴ Morningstar, Quelles perspectives pour les petites valeurs françaises ? – 28 janvier 2024.

¹⁵ Dealogic Euronext.

Evolution des nouvelles cotations et des retraits de cote depuis 2019 sur les marchés d'Euronext Paris



Source : Euronext, 31 décembre 2024

Cette sous-performance s'exprime à travers une nette baisse des valorisations : les petites et moyennes valeurs, qui bénéficiaient historiquement d'une prime de valorisation justifiée par leur capacité de plus forte croissance, présentent désormais une décote de valorisation, inédite sur les 40 dernières années. Cette sous-valorisation relative réduit de facto l'accès de ces sociétés au capital et renforce la tendance naturelle de concentration industrielle au profit des très grandes valeurs européennes ou internationales à travers une augmentation du nombre de transactions ciblant des entreprises cotées (43 % des sorties de cote sur les cinq dernières années résultent d'une opération de fusion-acquisition).

Les asymétries qui se creusent entre les entreprises cotées et non cotées limitent les avantages visibles et immédiats de la cotation.

Ces évolutions soulignent un déséquilibre croissant et posent la question de la capacité des marchés de capitaux, dans les conditions actuelles, à jouer pleinement leur rôle dans le financement de l'économie et à soutenir un tissu économique diversifié et résilient.

Il n'y a cependant pas de fatalité : les exemples des marchés italiens et suédois illustrent la manière dont des dispositifs adaptés peuvent dans la durée renforcer la capacité des marchés de capitaux à financer l'économie réelle et à soutenir un tissu économique large et profond.

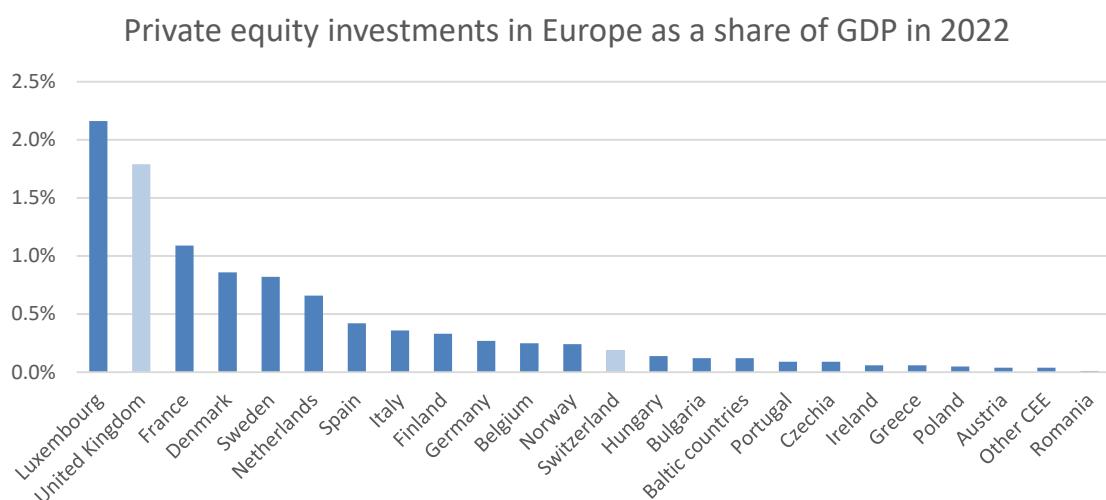
13. Le règlement européen du 29 avril 2015 relatif aux fonds européens d'investissement à long terme (ELTIF) visait à apporter des financements de longue durée à des projets d'infrastructure, des sociétés non cotées ou à des PME cotées. Cet instrument semble-t-il efficace pour financer l'économie réelle ? Quelles avancées a permises la révision du règlement ELTIF intervenue le 15 mars 2023 ? Quelles sont les règles qui encadrent les gestionnaires de fonds alternatifs depuis l'entrée en vigueur de la directive européenne du 13 mars 2024 ?

L'AMAFI ne suit pas ce dossier à un niveau de détail suffisant pour apporter une réponse pleinement circonstanciée à cette question.

14. Faute de pouvoir lever suffisamment de fonds en Europe, de nombreuses start-ups s'établissent à l'étranger lors de leur phase d'expansion. Quelles mesures spécifiques permettraient de faciliter le financement de ces jeunes entreprises innovantes sur les marchés de capitaux européens ? Que pensez-vous de la proposition de Enrico Letta de créer une bourse européenne pour la Deep Tech, avec des règles et une supervision spécifique ?

L'écosystème du *private equity* reste inégalement développé au sein de l'Union.

Disparité de développement du *private equity* parmi les pays membres



Source : Statista

La question pourrait se poser de déployer à une échelle plus large les principes énoncés par le rapport Tibi pour transformer l'investissement dans le secteur technologique grâce à des fonds *late stage* et « *global tech* » plus nombreux. Il faut noter à cet égard que le Labour britannique s'en inspire pour son plan sur les services financiers.

III. LA RELANCE DE LA TITRISATION

15. Les règles qui encadrent la titrisation depuis l'entrée en vigueur des accords de Bâle III vous semblent-elles adaptées aux spécificités de l'économie européenne ? Quels sont leurs effets sur la résilience du secteur bancaire européen et sur sa capacité de financement ?

V. également notre réponse à la question 3.

Les règles actuelles de Bâle III rendent la titrisation peu attractive en raison d'exigences de fonds propres trop élevées. Cela réduit la capacité des banques à recycler leurs actifs et limite les financements disponibles pour l'économie réelle. L'AMAFI recommande d'encourager la titrisation avec un cadre prudentiel adapté, qui permette de limiter les risques tout en stimulant le marché, et des règles qui garantissent la transparence et la protection des investisseurs. La Fédération Bancaire Française a par ailleurs apporté une réponse circonstanciée à la consultation de la Commission européenne de fin 2024 quant aux modifications nécessaires¹⁶.

Un développement plus large de la titrisation permettrait de libérer des ressources pour les banques et de stimuler les investissements. Les titres ainsi rendus disponibles sur les marchés constitueraient une nouvelle classe d'actifs, offrant une diversité plus grande de couples rendement/risque aux investisseurs, et contribuant à renforcer la profondeur des marchés européens.

16. Ne faut-il pas craindre qu'un allègement du cadre prudentiel de la titrisation représente un risque systémique pour la stabilité financière ? A quelles conditions pourrait-être garantie une titrisation sûre et de qualité ?

Un encadrement prudentiel doit être maintenu, mais un assouplissement ciblé permettrait de dynamiser le marché sans compromettre la stabilité financière. Les déboires financiers connus aux États-Unis et qui se sont propagés à l'Europe, n'étaient pas le résultat de la titrisation en tant que telle, qui n'est qu'une technique de transfert du risque, mais plutôt la conséquence d'un transfert de risques qui n'auraient pas dû être pris en premier lieu (crédits hypothécaires accordés à des conditions inacceptables).

En outre, rappelons que, même avant le renforcement du cadre prudentiel intervenu en réponse à la crise de 2008, (i) les pratiques de retitrisation n'avaient pas cours en Europe et (ii) les titrisations européennes n'ont connu aucun problème systémique de performance, le comportement des opérations restant statistiquement conforme aux notations de crédit, même au plus fort de la crise.

¹⁶ https://finance.ec.europa.eu/regulation-and-supervision/consultations-0/targeted-consultation-functioning-eu-securitisation-framework-2024_en#consultation-outcome.

17. La relance de la titrisation pourra-t-elle réellement contribuer à la réalisation de l'Union des marchés de capitaux et au financement de l'économie réelle ?

Oui, elle permettrait aux banques de libérer des fonds pour le financement des entreprises, mieux mobiliser leurs ressources, en offrant une alternative aux financements traditionnels.

La titrisation est un outil très efficace pour multiplier la capacité des établissements bancaires à financer l'économie, en permettant que le risque soit transféré à d'autres acteurs prêts à le supporter pour le rendement offert. Il est un véritable levier de démultiplication du financement, à condition qu'il soit réalisé dans des conditions sécurisées, ce qui est le cas en Europe.

IV. L'ORIENTATION DE L'ÉPARGNE VERS L'INVESTISSEMENT EN EUROPE

18. Afin de mieux orienter l'épargne privée vers le financement de l'investissement en Europe, les rapports Draghi, Letta et Noyer préconisent de développer des produits d'épargne de long terme. Ne faut-il pas craindre que cette proposition se heurte à l'aversion au risque des épargnants européens ? Quels seraient pour eux les avantages et les risques associés à de tels placements ?

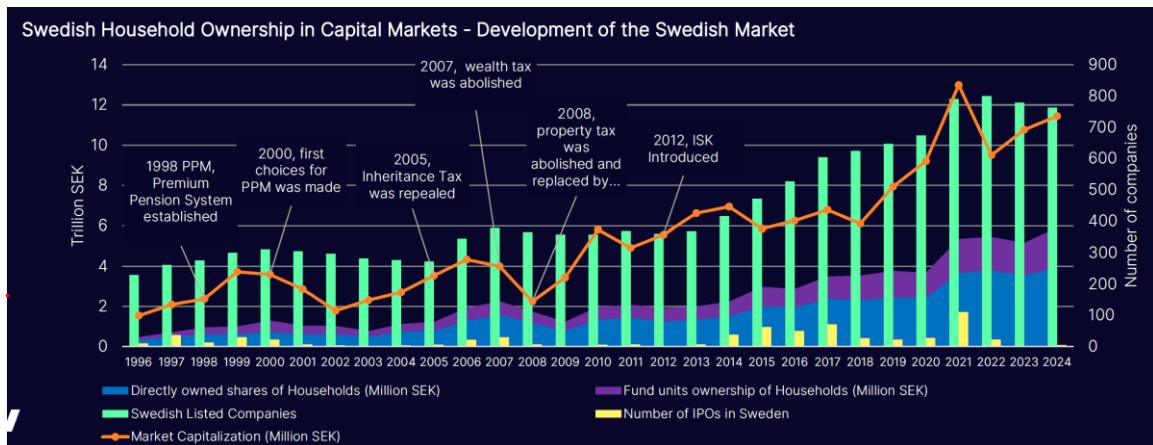
V. également notre réponse à la question 3.

L'aversion au risque des épargnants européens est un frein important au développement des produits d'épargne de long terme. Une meilleure orientation de l'épargne permettrait toutefois une diversification accrue des investissements et un meilleur rendement sur le long terme.

L'aversion au risque, si elle est ancrée profondément dans les esprits car résultante de l'histoire européenne, et si elle induit une culture de l'épargne sans risque acquise de longue date par les Français est indéniablement confortée par une structure de la fiscalité de l'épargne qui, jusqu'en 2017, décourageait fortement la détention de titres de capital.

Ce constat n'est toutefois pas inéluctable. L'histoire récente montre que les mentalités peuvent évoluer. Depuis 2020, il est ainsi observé une plus grande appétence pour l'exposition aux marchés actions, en particulier chez les jeunes investisseurs. En effet, la lettre de l'Observatoire de l'épargne de l'AMF parue en décembre 2023 révèle que « l'intérêt pour les placements en actions et la confiance envers ces produits ont progressé entre 2022 et 2023. 32 % des personnes interrogées se sont dites intéressées par ces placements, c'est 7 points de plus qu'en 2022, et 28 % ont indiqué leur faire confiance contre 21 % en 2022. Cet intérêt est principalement porté par les moins de 35 ans, qui sont 43 % à se dire intéressés, contre 30 % en 2022. À titre de comparaison, la proportion des plus de 55 ans à se dire intéressés est de 25 % (22 % en 2022) » ([AMAFI / 24-69 : Baromètre de la fiscalité de l'épargne et du financement des entreprises](#)).

L'exemple suédois est également riche d'enseignements. Les investissements nationaux dans les marchés de capitaux suédois ont été alimentés par la réforme des systèmes de retraite publics à la fin des années 90 doublée d'une réforme fiscale au début des années 2000.



Source : Nasdaq European Markets Engine for innovation and sustainable growth, 12 March 2025

Les ménages suédois détiennent ainsi une part importante d'actions par rapport aux autres pays, résultante des flux des fonds de pension et d'un dispositif de comptes d'épargne fiscalement avantageux.



Source : Nasdaq European Markets Engine for innovation and sustainable growth, 12 March 2025

Aussi, pour l'AMAFI, deux leviers sont nécessaires pour permettre cette évolution en France :

- D'une part, un investissement « systématisé » (différent d'un investissement spontané)
- D'autre part, des incitations fiscales à l'investissement dans certains produits pour améliorer l'attrait de ces investissements.

19. Le règlement du Parlement européen et du Conseil du 20 juin 2019 a instauré un produit paneuropéen d'épargne-retraite individuelle (PEPP), entré en vigueur en 2022. Quelles sont les caractéristiques de ce produit d'épargne ? Quel bilan dresser de sa mise en œuvre ? Plus généralement, quels bénéfices représente un produit d'épargne européen par rapport à des produits d'épargne nationaux ?

Le PEPP a visé à créer un cadre harmonisé pour l'épargne-retraite à l'échelle européenne. Cependant, il n'a pas été adopté en raison d'un manque d'incitations à sa distribution (les frais de distribution étant plafonnés à un niveau très bas), et à sa souscription, y compris fiscales, et de sa complexité administrative.

Un produit d'épargne bénéficiant d'un label européen pourrait améliorer la mobilité du capital en Europe et offrir aux épargnants de meilleures opportunités d'investissement.

20. Pour favoriser le développement des produits d'épargne de long terme, Enrico Letta invite à améliorer le PEPP par l'ajout d'une clause d'adhésion automatique et un traitement fiscal privilégié, alors que Christian Noyer est favorable à la création d'un label européen applicable aux produits d'épargne nationaux. Quels sont les mérites respectifs de chacune de ces solutions, et laquelle semble préférable ? Quelle autre forme pourrait prendre cette épargne de long terme ?

L'adhésion automatique au PEPP pourrait améliorer son adoption, mais pose la question du consentement des épargnants et du caractère adapté de ce produit alors que des solutions nationales adaptées aux spécificités locales existent. La création d'un label européen pour l'épargne long terme qui respecterait la diversité des marchés européens pourrait apporter un dynamisme dans la collecte. En tout état de cause, le bénéfice d'un cadre fiscal incitatif est indispensable. Cette option se heurte toutefois à la diversité des régimes fiscaux, qui restent la compétence des États.

21. Quels mécanismes permettraient d'orienter le produit de ces placements de long terme vers les priorités stratégiques de l'Union européenne, et en particulier la transition écologique ? L'objectif affiché de financiarisation verte ne relève-t-il pas d'une sorte de greenwashing ?

V. notre réponse à la question 3, section « titrisation ».

22. L'attractivité des produits d'épargne de long terme dépend notamment de leur régime fiscal. Quelle forme pourrait prendre l'avantage fiscal accordé aux placements de long terme, en France et en Europe ? Plus généralement, vous semble-t-il nécessaire de faire évoluer la fiscalité des produits d'épargne pour mieux orienter les capitaux vers l'investissement ?

Oui il est nécessaire de faire évoluer la fiscalité des produits d'épargne afin favoriser l'engagement de long terme que la détention d'actions implique.

Ainsi, les particuliers ne doivent pas être fiscalement découragés d'investir dans des entreprises françaises ([v. AMAFI / 24-69 : Baromètre de la fiscalité de l'épargne et du financement des entreprises](#)). L'épargne reste trop faiblement orientée vers l'investissement productif en comparaison des importants montants investis dans des actifs sans risque, peu taxés mais au rendement faible. Ainsi, une remise en cause ou un alourdissement du PFU constituerait un signal très négatif au détriment d'un investissement productif qui exige temps long et prévisibilité.

À partir de 2018, la situation fiscale des ménages participant au financement des entreprises s'est en effet améliorée en France et se traduit désormais par un dispositif lisible et prévisible pour eux. Lisible car cette épargne est généralement imposée à un taux unique et global de 30 % grâce au PFU, même si l'application du barème progressif de l'IR peut toujours être demandée par le contribuable pour qui elle est plus favorable. Prévisible car ce dispositif n'a pas été remis en cause depuis lors, reconnaissant ainsi le temps long qu'exige cette forme d'épargne.

Néanmoins, quoique que nettement améliorée, la fiscalité applicable à l'épargne en actions ne prend toujours pas suffisamment en compte l'effort fait par l'épargnant sur la durée pour qu'il accepte de réorienter une part suffisante de son épargne.

Enfin, il est plus que probable que la prévisibilité du régime fiscal depuis 2018 se révèle, dans les faits, absolument décisive pour les épargnantes. Celle-ci est en effet indispensable à l'investissement dans les fonds propres des entreprises.

23. D'autres mesures réglementaires ou prudentielles seraient-elles nécessaires pour assurer le développement de produits d'épargne de long terme ?

L'AMAFI n'a pas d'élément complémentaire à apporter sur ce sujet.

24. Selon vous, quels moyens devraient être envisagés pour développer la culture financière des ménages européens ?

- Systématisation des plans d'épargne entreprises / produits de retraite, afin que les épargnantes se familiarisent à ce type d'investissement en y ayant un intérêt direct
- Simplification de l'accès à l'investissement en instruments financiers :) il est anormal que le parcours client pour investir dans les actions d'une entreprise européenne, qui soutient directement l'activité économique, soit significativement plus complexe que celui pour miser sur des crypto-actifs, purement spéculatifs et sans lien avec l'économie réelle.
- Sensibilisation des élèves à la gestion financière et à l'investissement, y compris boursier

25. Si l'épargne actuellement placée sur les livrets bancaires était davantage orientée vers les marchés financiers, quelles seraient les conséquences pour les organismes financés grâce aux produits d'épargne réglementés, notamment le logement social ? Par ailleurs, le développement de nouveaux produits d'investissement risqués serait-il susceptible de nuire à l'attractivité des obligations souveraines et d'affecter le financement de la dette publique ?

Une réallocation partielle de l'épargne pourrait, de fait, réduire le financement disponible pour certains usages actuels. Cette transition pourrait toutefois être pilotée par les incitations fiscales. Surtout, en favorisant les investissements les plus productifs, elle devrait assez rapidement assurer un accroissement de valeur bénéfique à tous.

V. LA SUPERVISION DES MARCHÉS FINANCIERS

26. Faudrait-il, selon vous, renforcer l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) pour unifier la supervision des marchés financiers européens ? Quels bénéfices attendre d'une telle réforme ?

L'AMAFI estime qu'avant d'envisager une centralisation de la supervision, il est nécessaire de réformer la gouvernance de l'ESMA sur deux plans :

- **La modification du processus décisionnel du Conseil (Board of Supervisors) de l'ESMA.**
Dans leur prise de décision, les membres du Conseil sont confrontés à deux défis particuliers : maîtriser des questions souvent très techniques et veiller à ce que les intérêts nationaux n'interfèrent pas indûment sur cette prise de décision. Ainsi, même si le vote à la majorité simple peut sembler l'approche la plus « démocratique », il ne reflète pas la réalité des marchés financiers des États membres qui varient considérablement en termes de taille et de complexité. Nous pensons donc qu'il faut envisager de nouvelles modalités de vote reflétant l'hétérogénéité des marchés financiers de l'Union et les différents domaines d'expertise de chaque autorité nationale. Nous estimons également que, comme c'est le cas avec le vote à la majorité simple, les abstentions ne devraient jamais être comptabilisées comme un vote pour ou contre, quelle que soit la question soumise au vote.
- **Le remplacement du Conseil d'administration actuel par un Conseil exécutif.**
En écho à la gouvernance de la future Autorité de lutte contre le blanchiment, l'AMAFI considère qu'un Conseil exécutif composé de quelques membres sélectionnés permettrait à l'ESMA de prendre certaines décisions plus efficacement. L'objectif principal est de la doter d'un processus décisionnel mieux guidé par le souci du bon fonctionnement des marchés financiers, en limitant les éventuelles interférences politiques et nationales.

Concernant le chemin possible pour aller vers une supervision centralisée, dès lors qu'elle serait soumise à une gouvernance révisée telle que précédemment décrite, l'AMAFI considère qu'une première étape pourrait consister à placer certains acteurs exerçant des activités paneuropéennes,

comme les infrastructures de marché, sous la supervision unique de l'ESMA. Ceux-ci font en effet face à des approches qui diffèrent selon les autorités nationales compétentes, ce qui entrave leur compétitivité car il leur est difficile de mettre en place des processus et des outils harmonisés qui leur permettraient de réduire le coût de leurs produits et services. Il pourrait résulter de cette supervision centralisée des avantages du point de vue de la surveillance, du développement des activités (considérations liées au délai de mise sur le marché) et de l'égalité des conditions de concurrence.

Malheureusement, à ce stade, **il ne semble pas envisageable de poursuivre un tel objectif par le biais d'un texte législatif contraignant**, parce que, d'une part, il est peu probable que de nombreux États membres, sinon la plupart, concèdent le transfert de souveraineté que cela impliquerait, et d'autre part, la supervision directe au niveau européen n'est pas adaptée à tous les secteurs ou n'apporte pas la même valeur ajoutée à tous les acteurs d'un secteur donné.

Enfin, il est important de noter qu'une telle évolution implique que l'ESMA acquiert l'expertise et les ressources nécessaires à l'exercice de cette mission, ce qui implique une approche progressive.

L'AMAFI considère donc qu'une approche pourrait consister, pour les secteurs d'activité que les autorités européennes jugeraient prioritaires, à ce que les pouvoirs de supervision de l'ESMA soient renforcés : celle-ci serait responsable du cadre de surveillance et exercerait une surveillance directe et indirecte des acteurs en fonction de certains critères (importance de l'activité, activités transfrontalières, etc.).

Alternativement, il pourrait être envisagé de mettre en place un dispositif permettant aux acteurs de marché d'exprimer leur intérêt à être placés sous cette supervision directe. Les conditions dans lesquelles ce mécanisme fonctionnerait nécessiteraient d'être précisées afin, d'une part, que l'ESMA puisse répondre aux demandes de transfert et exercer efficacement ses fonctions de surveillance tant directe qu'indirecte, et, d'autre part, que des conditions de concurrence équitables soient assurées pour l'ensemble du secteur concerné par cette possibilité.

Une telle approche pourrait renforcer la compétitivité des acteurs de marché ayant des activités paneuropéennes et réduire la fragmentation des pratiques de surveillance. Cette approche devrait également permettre un certain degré de flexibilité car il pourrait être plus efficace pour les petites entités opérant localement de rester sous la supervision directe de leur autorité nationale, en coordination avec l'ESMA.

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

27. Le mode de gouvernance actuel de l'ESMA vous paraît-il à même de garantir la qualité, l'efficacité et la réactivité de la supervision ? Vous semble-t-il souhaitable de renforcer l'indépendance de son instance de direction à l'égard des États membres ?

Voir notre réponse à la question précédente.

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

28. Quels acteurs financiers et quelles entités serait-il pertinent de placer sous la supervision directe de l'ESMA (dépositaires centraux de titres, chambres de compensation, émetteurs, plateformes, sociétés de gestion d'actifs...) ? À l'inverse, lesquels sont surveillés plus efficacement par les autorités nationales ?

Voir notre réponse à la question 26.

29. À quels obstacles se heurtent ces réformes ? Comment garantir leur acceptabilité, notamment pour les plus petits États membres ?

Les résistances nationales à un transfert de compétences doivent être surmontées par une transition progressive et des mécanismes d'incitation.

Il en va de même pour la réforme de la gouvernance, indispensable à nos yeux, mais qui heurte les intérêts de pays de facto moins exposés aux marchés financiers.

Par ailleurs, un certain nombre d'États membres considèrent que la localisation de l'ESMA à Paris avantageait la France et l'industrie française et de ce fait ne sont pas favorables à davantage de centralisation de la supervision.

