

Une version française
de ce document est
disponible en page 4

COMPETITIVENESS AND ATTRACTIVENESS

STRONG FINANCIAL MARKETS TO MEET THE FINANCING CHALLENGES FACING THE UNION

The regulatory response to the 2008 crisis has increased the need for CMU

Acting on the conclusions of the G20 summit meeting held in Pittsburgh in late 2009, the European Union (EU) decided, in its response to the 2008 financial crisis, that it needed to bolster the prudential framework governing its banking system. While these efforts did indeed make the system's participants more robust – witness their resilience to the recent shocks – they also revealed the need to update the European economy's financing model by giving financial markets a bigger role amid increasing restrictions on bank lending.

First launched in 2015, the Capital Markets Union (CMU) project was intended to support these developments. Six years on, however, the results have fallen well short of expectations. Accordingly, different initiatives have been taken recently to identify ways to reinvigorate CMU.

A reboot is even more critical because financing challenges are growing all the time, with the traditional challenges faced by companies now joined by new ones connected with mitigating climate change, coping with population ageing and providing resources to develop European champions in strategic sectors, including high-profile areas such as sustainable finance and digital.

CMU reboot

The need to reboot the Capital Markets Union (CMU) project has spurred a variety of recent initiatives. Back in October 2019, the Next CMU High Level Group, which was originally set up by Germany, France and the Netherlands ([link](#)), released a report whose conclusions informed those issued by the Council in December ([link](#)). In early June 2020, the High Level Forum on CMU set up by the Commission published its report ([link](#)), while October saw the release of the own-initiative report by the European Parliament's ECON Committee ([link](#)).

In late June of the same year, AMAFI teamed up with the Center for European Policy Studies (CEPS-ECMI) to provide input to the discussions ([link](#)), which it organised around member experiences with market functioning and market mechanisms.

The Covid-19 crisis and Brexit have made it even more necessary for the Union to fully apply the [open strategic autonomy](#) concept to market financing

Two major shocks have renewed the importance of fostering deeper, more autonomous and more integrated financial markets in Europe:

- (i) Because of Brexit, the City is no longer the Union's chief financial centre. This means that the EU must rethink how its markets operate so that it can maintain control over the ecosystem that is vital to financing its economy;
- (ii) Meanwhile, the Covid-19 health crisis has severely impacted the EU-27 economy and caused debt to surge, increasing the need for the EU to bolster its market-based financing capacity, not just to support the economic recovery ([link](#)) but also to regain some autonomy in sectors that the crisis has led to be identified as strategically important.

Although too often underestimated, the primary objective must be to maintain control over existing financial flows and introduce new flows, including from outside the EU, while at the same time taking care not to rely too heavily on non-EU resources in terms of capital and expertise. Striking this balance is essential to ensuring that the European economy has access to the necessary financing capacity over the long run.

In this regard, while recent steps taken by the European Commission to relaunch CMU ([link](#)) and grow the strategic autonomy of Europe's economic and financial system ([link](#)) must be supported, they do not go far enough. Some of the measures, moreover, are too superficial.

The international environment is key

One of the major benefits of markets is that they enable the broadest possible matching of needs, whether users are looking to finance projects, hedge risks or generate returns on capital. Accordingly, borders should not hinder markets' smooth operation, or efficiency could be impaired. Market participants should have full latitude to interact at global level with each other on the interdealer market. But users outside the borders must also be able to operate on markets established in the territory, while those based inside the territory should be able to seek responses to their needs on markets in other jurisdictions if need be. This is, moreover, the approach adopted by the European Union: the regulatory framework for markets and market participants in no way prevents European market users with projects to fund, risks to hedge or capital to invest from looking elsewhere to meet their needs.

The ability of a market and its participants to respond efficiently to these needs is thus critical and will directly determine whether European markets can play their appointed role under CMU, which has now been renewed around the concept of open strategic autonomy.

The open strategic autonomy concept does not obviate the need for an overall approach

In the United Kingdom, while the prospect of equivalences that would have allowed UK firms to continue providing products and services on EU territory has gradually faded, the UK is now openly seeking to adjust Britain's regulations to attract market users, even at the cost of significant divergences with the European framework.

This is likely to further strengthen the position of the City, which is already a leading competitor with EU markets by virtue of its geographical proximity and the central role that it played until recently in financing the European economy.

Yet in this drive for attractiveness, the UK has not overlooked the need to consider the global nature of markets when designing their framework. Note in this regard the growing convergence between US and UK authorities in terms of their regulatory approach, particularly in derivatives clearing ([link](#)).

The open strategic autonomy concept thus needs to be applied with sufficient flexibility to avoid interfering with efficient market functioning.

Competitiveness and attractiveness: two facets of the same issue

Strict does not always mean attractive in the case of a regulatory framework

It is wrong to believe that the stricter a regulatory framework is, the better it will be able to address the concerns of different user categories, especially if requirements are calibrated individually without considering their overall effect.

Numerous and unwieldy requirements will reduce the ability of participants to respond to user needs swiftly, smoothly and at the lowest cost. Meanwhile, for users, these factors become more significant if the regulatory restrictions do not address their own concerns or are intended to prevent a risk whose likelihood of occurring is so small that there is no value for them.

In this international environment, to be able to finance Europe's economy, European markets and market participants must be able to meet user needs efficiently. The goal is to attract users based outside the EU while retaining those based within the Union. Since both groups are perfectly able to obtain the services that they need outside the Union, it is more critical than ever for European market participants to be competitive vis-à-vis competitors subject to non-EU rules. Like them, EU firms should be able, without facing undue restrictions, to combine cost and quality of service according to different parameters: this is the necessary condition for them to be in a position to provide European and non-European customers with the expected level of service.

Today, the competitiveness and attractiveness of European firms represent a genuine issue that must be considered as such and dealt with in a clear-sighted manner.

COMPÉTITIVITÉ ET ATTRACTIVITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS FORTS POUR REpondre AUX DEFIS DE FINANCEMENT AUXQUELS FAIT FACE L'UNION

L'UMC, une nécessité accentuée par la réponse réglementaire à la crise de 2008

En réponse à la crise financière de 2008, l'Union européenne, en accord avec les conclusions du G20 de Pittsburgh fin 2009, a estimé nécessaire de renforcer l'encadrement prudentiel de son système bancaire. S'il a effectivement accru la robustesse des acteurs de ce système – dont atteste leur résistance face aux chocs récents –, ce renforcement a parallèlement révélé la nécessité de faire évoluer le modèle de financement de l'économie européenne afin d'accroître la place des marchés financiers à mesure qu'augmentaient les contraintes pesant sur le crédit bancaire.

Lancée en 2015, le projet d'Union des marchés de capitaux a cherché à accompagner cette évolution. Mais 6 ans après ce lancement, les résultats sont loin d'être ceux escomptés. Aussi, diverses initiatives récentes ont eu pour objet de déterminer les moyens devant assurer sa relance.

Cette relance est d'autant plus indispensable que les défis de financement ne cessent de croître : aux enjeux traditionnels rencontrés par les entreprises s'ajoutent désormais le financement de la lutte contre le réchauffement climatique, celui de l'adaptation au vieillissement de la population et la mise à disposition des ressources nécessaires au développement de champions européens dans différents domaines stratégiques dont la finance durable et le numérique sont sans doute les facettes les plus visibles.

Relancer l'UMC

La nécessité de relancer l'UMC a suscité différents travaux au cours des derniers mois. D'abord au travers du rapport rendu en octobre 2019 par le Next CMU High Level Group lancé à l'origine par l'Allemagne, la France et les Pays-Bas ([lien](#)) dont les conclusions ont été reprises dans les conclusions du Conseil de décembre ([lien](#)). Puis début juin 2020 par le High Level Forum on CMU mis en place par la Commission ([lien](#)) et en octobre le rapport d'initiative de la Commission ECON du Parlement européen ([lien](#)).

Fin juin de la même année, l'AMAFI, en collaboration avec le CEPS-ECMI (*Center for European Policy Studies*) a également apporté sa contribution à la réflexion ([lien](#)) articulée autour de l'expérience que ses adhérents ont du fonctionnement des marchés et de leurs ressorts.

La crise sanitaire et le Brexit renforcent encore le besoin pour l'Union d'appliquer pleinement le concept d'« [open strategic autonomy](#) » en matière de financements de marché

Aujourd'hui, deux chocs majeurs viennent renouveler l'enjeu que représente le développement de marchés financiers européens plus profonds, plus autonomes et plus intégrés :

- (i) Avec le Brexit, la City a quitté l'Union dont elle était historiquement le principal centre financier, obligeant cette dernière à repenser la façon dont ses marchés opèrent pour qu'elle puisse conserver la maîtrise de l'écosystème indispensable au financement de son économie ;
- (ii) La crise sanitaire, en pesant fortement sur l'économie des 27 et en conduisant à une forte augmentation de l'endettement, renforce la nécessité pour l'Union d'accroître ses capacités de financement par les marchés, tant pour soutenir la relance économique ([lien](#)) que pour retrouver une certaine autonomie dans les secteurs que cette crise a conduit à identifier comme stratégiques.

L'objectif premier, trop souvent insuffisamment mesuré, doit être de conserver le contrôle des flux financiers existants mais aussi d'en induire de nouveaux, y compris lorsqu'ils ne proviennent pas de l'Union, tout en veillant à ne pas dépendre excessivement de ressources extérieures à l'Union en matière de capital et d'expertise. Cet équilibre est indispensable pour que soient disponibles dans la durée les capacités de financement dont a besoin l'économie européenne.

À cet égard, si les récentes mesures prises par la Commission européenne pour relancer l'UMC ([lien](#)) et développer l'autonomie stratégique du système économique et financier européen ([lien](#)) ne peuvent qu'être soutenues, elles apparaissent toutefois insuffisantes et pour certaines trop superficielles.

Un environnement international déterminant

L'un des grands atouts des marchés est de permettre une confrontation aussi large que possible des besoins de leurs utilisateurs qu'ils soient porteurs de projets à financer, de risques à couvrir ou de capitaux en recherche de rendement. Sauf à brider leur efficacité, cela signifie que les frontières ne doivent pas restreindre leur fluidité. A cet effet, il faut d'abord que les acteurs de marché aient toute latitude pour interagir au niveau mondial entre eux sur le marché *interdealers*. Mais il faut aussi que les utilisateurs situés en dehors de ces frontières puissent intervenir sur les marchés qui y sont établis, et que ceux installés à l'intérieur puissent rechercher lorsque nécessaire la réponse à leurs besoins sur des marchés relevant d'autres juridictions. C'est d'ailleurs bien le choix effectué par l'Union européenne : le cadre réglementaire qui enserrme les marchés et leurs acteurs n'interdit nullement aux porteurs européens de projets, de risques et de capitaux de rechercher ailleurs la satisfaction de leurs besoins.

La capacité d'un marché et de ses acteurs à répondre efficacement à ces besoins est ainsi déterminante : d'elle dépend directement la capacité des marchés européens à assumer le rôle que leur a confié l'UMC, désormais renouvelé autour du concept d'« *open strategic autonomy* ».

Un concept d'« open strategic autonomy » qui ne supprime pas pour autant le besoin d'une approche globale

Au Royaume-Uni, alors que s'est peu à peu éloignée la perspective de mise en place d'équivalences qui auraient permis aux acteurs britanniques de continuer à fournir leurs services et produits sur le sol de l'Union, est désormais affichée la volonté d'adapter la réglementation britannique afin d'attirer les utilisateurs des marchés. Et cela, même au prix d'un écart sensible avec le cadre européen.

La City, qui constitue déjà un concurrent de premier plan des marchés de l'UE, du fait de sa proximité géographique et de la place centrale qu'elle a occupé jusqu'à récemment dans le financement de l'économie européenne, est ainsi susceptible de voir sa position encore renforcée.

Pour autant cette recherche d'attractivité est mise en œuvre sans nier la nécessité de penser le cadre des marchés en prenant en compte leur nature globale. Il faut ainsi noter la convergence entre autorités américaines et britanniques qui, en termes d'approche réglementaire, commence à se matérialiser notamment s'agissant du clearing de dérivés ([lien](#)).

Le concept d'« *open strategic autonomy* » doit ainsi être appliqué de façon suffisamment fluide pour ne pas contrarier l'efficacité du fonctionnement des marchés.

Compétitivité et attractivité, deux facettes d'une même problématique ...

L'exigence du cadre réglementaire n'est pas toujours synonyme d'attractivité

Il est faux de croire que plus le cadre réglementaire sera exigeant, plus il sera en mesure de répondre aux préoccupations de ces différentes catégories d'utilisateurs, surtout si ces exigences sont calibrées une à une sans considération pour leur effet général.

Pour les acteurs qui y sont soumis, des exigences trop lourdes et trop nombreuses ont pour conséquence de réduire leur capacité à répondre aux besoins de leurs utilisateurs, non seulement avec rapidité et fluidité, mais aussi au moindre coût. Or pour ces utilisateurs, ces facteurs sont d'autant plus importants que les contraintes posées sont éloignées de leurs préoccupations ou destinées à prévenir un risque dont la probabilité d'occurrence est tellement faible qu'elle est sans valeur pour eux.

Dans cet environnement international, être en mesure de financer l'économie européenne suppose que les marchés européens et leurs acteurs soient capables de répondre avec efficacité aux attentes de leurs utilisateurs. L'objectif est d'attirer ceux qui sont établis hors de l'Union, tout en « retenant » ceux qui y sont installés. Les uns comme les autres ayant en effet toute possibilité de trouver hors de l'Union les services dont ils ont besoin, il est plus que jamais essentiel que les acteurs de marché européens soient compétitifs par rapport à leurs concurrents régis par d'autres règles que celles de l'UE. Comme eux, il faut que, sans restriction indue, ils aient la possibilité de combiner coût et qualité du service selon différents paramètres : c'est à cette condition qu'ils seront en mesure de fournir à leurs clients, européens et non-européens, le niveau de services que ces derniers attendent.

La compétitivité et l'attractivité des acteurs européens constituent aujourd'hui un enjeu réel que, loin de toute naïveté, il est impératif de considérer et traiter comme tel.

Une recherche de compétitivité et d'attractivité qui invite au pragmatisme dans l'évolution du cadre réglementaire

Pour autant, la recherche de compétitivité et d'attractivité ne peut être la seule boussole dans l'évolution du cadre européen. Bien sûr parce que l'Europe doit concilier la compétitivité et l'attractivité de ses marchés avec d'autres impératifs, au premier rang desquels la stabilité financière, l'intégrité des marchés et la protection des investisseurs. Mais surtout parce qu'attirer des acteurs opportunistes qui seraient prompts à se retirer au premier choc, même de faible importance, constituerait une chimère. Bien au contraire, il s'agit de construire un cadre d'exercice dont l'un des facteurs d'attraction, aux côtés du coût et de la qualité, est la résilience.

Pour atteindre cet objectif, des réformes faisant primer le pragmatisme doivent être engagées. Il faut en conséquence que chaque évolution du cadre réglementaire européen soit désormais évaluée soigneusement au regard d'un double prisme :

- (i) Établir qu'elle contribue positivement à la finalité de l'UMC ;
- (ii) Appréhender son effet de façon globale par rapport aux 4 grandes lignes de force qui doivent irriguer l'évolution du cadre réglementaire européen : stabilité financière, intégrité des marchés, protection des investisseurs, et compétitivité des acteurs.

Que signifie la compétitivité des acteurs

C'est assurer que les évolutions induites par les réformes du cadre réglementaire et que les conditions de sa supervision ne viennent brider sans raison dûment mesurée la compétitivité des acteurs de marché européens, notamment en leur imposant des adaptations disproportionnées en regard des avantages attendus par ailleurs.

Pour que l'Union européenne réalise avec succès l'évolution du cadre réglementaire de ses marchés et de sa supervision, le principe « *do not significantly harm* » doit s'appliquer à ces 4 lignes de force. Ce principe, similaire à celui défini dans le domaine de la finance durable, signifie que toute réforme visant à renforcer l'une de ces lignes de force devrait garantir son innocuité au regard des trois autres. Il est en effet aujourd'hui nécessaire d'adopter sur le long terme, une démarche réfléchie qui permette une concurrence saine entre les acteurs de marché européens et leurs compétiteurs étrangers : c'est à cette condition que des marchés européens attractifs au niveau mondial seront en mesure de remplir leur rôle de financement de l'économie.

Permettre l'application du principe « do not significantly harm »

Pour que ce principe soit effectivement appliqué, il faut que les analyses coûts / bénéfices soient systématiques et approfondies. Leur objectif, vérifier transversalement que les contraintes éventuellement créées par l'évolution du cadre réglementaire sont légitimes et proportionnées au regard des autres impératifs assignés à la régulation. Par ailleurs, les évolutions du cadre britannique doivent faire l'objet d'un suivi particulièrement attentif : avant même leur entrée en vigueur, il faut évaluer l'avantage compétitif qu'est susceptible d'en retirer la City pour capter les utilisateurs des marchés européens.

Appliqué à la révision à venir de MiFIR, cela signifie notamment que la volonté d'accroître la transparence sur les instruments obligataires ne dispense pas de préserver la compétitivité des *market makers* européens et leur capacité à fournir de la liquidité au sein de l'Union. À défaut, l'efficience de ce marché sera réduite avec le risque d'une plus grande dépendance externe, au détriment des émetteurs, entreprises et États de l'Union.

Quels axes privilégier pour rendre effective cette nécessité de compétitivité et d'attractivité ?

Trois sujets apparaissent prioritaires à court / moyen terme sur lesquels l'AMAFI entend publier prochainement des contributions complémentaires :

- (i) Le cadre réglementaire applicable aux marchés financiers et à ce titre, la révision de MiFID II/MiFIR s'avère cruciale ;
- (ii) Le renforcement et le développement de l'ESMA, selon des lignes qui permettent l'émergence d'une véritable autorité européenne à la fois centralisée, proche de l'industrie et pragmatique, indispensable pour réaliser pleinement l'intégration du marché et en tirer tous les bénéfices ;
- (iii) La mise en place d'un processus d'équivalence efficace et transparent, assurant un contrôle dans la durée et des conditions de retrait qui soient opérantes.

Efforts to build competitiveness and attractiveness call for a pragmatic approach to developing the regulatory framework

Yet the need to foster competitiveness and attractiveness cannot be the only compass guiding the development of the European framework. For one thing, Europe needs to reconcile market competitiveness and attractiveness with other key concerns, particularly financial stability, market integrity and investor protection. Most critically, however, attracting opportunistic participants who might withdraw at the first shock, even a weak one, would offer illusory benefits. Rather, we must build an operating framework that is attractive not only for its cost and quality, but also for its resilience.

To achieve this goal, reforms that emphasise a pragmatic approach need to be set in motion. Consequently, any amendment to the European regulatory framework should be meticulously assessed through a double lens:

- (i) Demonstrate a positive contribution to the end goals of CMU;
- (ii) Consider the overall impact of the amendment against the four key objectives that should guide changes to the European regulatory framework, namely financial stability, market integrity, investor protection and the competitiveness of European firms.

What does ensuring competitiveness entail?

It means making sure that changes resulting from regulatory reforms and the terms of supervision do not unduly restrict the competitiveness of European market participants, notably by forcing them to make disproportionate adjustments with regard to the expected benefits.

For the EU to successfully upgrade the regulatory framework for its markets and market supervision, the “do not significantly harm” principle should apply to these four key objectives. This principle, which is similar to that established for sustainable finance, means that any reform aimed at strengthening one objective should not harm any of the three others. Over the long run, we need to adopt a considered approach that will allow healthy competition between European market participants and their foreign competitors: this is the necessary condition for globally attractive European markets to play their role in financing the economy.

Enable application of the “do not significantly harm” principle

For this principle to be applied effectively, thorough cost/benefit analyses must be carried out in every case. The purpose of these analyses is to conduct a cross-cutting assessment to determine whether the constraints potentially created by regulatory developments are legitimate and proportionate with regard to the other vital goals of regulation. Meanwhile, changes to the UK framework should be closely monitored: even before they enter into force, we need to assess the competitive advantage that the City could gain in terms of attracting European market users.

In the case of the upcoming MiFIR review, this notably means that the determination to increase the transparency of bond instruments does not remove the need to safeguard the competitiveness of European market makers and their ability to provide liquidity within the EU. Failure to do so will make the market less efficient, creating the risk of greater external dependence, which would be harmful to EU issuers, companies and Member States.

What should be the focus areas to act on this need for competitiveness and attractiveness?

Three issues, on which AMAFI plans to publish additional contributions in the near future, should be the main short-/medium-term priorities:

- (i) The regulatory framework applicable to financial markets; in this regard, the MiFID II/MiFIR review is crucial;
- (ii) Steps to strengthen and develop ESMA in ways that will support the emergence of a genuine European authority that is centralised, close to industry and pragmatic, as this is vital to achieving full market integration and unlocking the associated benefits;
- (iii) Establishment of an efficient and transparent equivalence process, ensuring monitoring over time and effective conditions governing the withdrawal of equivalence.