



Réponse à la consultation de la Commission européenne sur l'Union des Marchés de Capitaux

13/05/2015

L'Association Française de la Gestion financière (AFG) représente et défend **les intérêts des professionnels de la gestion de portefeuille pour compte de tiers**. Créée en 1961, elle réunit tous les acteurs du métier de la gestion d'actifs, qu'elle soit individualisée sous mandat ou collective via les Organismes de placement collectif (OPC).

Ses missions

- **Assurer la représentation** des intérêts économiques, financiers et moraux de ses membres, des organismes qu'ils gèrent (les OPC) et de leurs clients. **Interlocuteur des pouvoirs publics** français européens et internationaux, l'AFG contribue activement à l'évolution de la réglementation.
- **Informier et assister ses adhérents** : l'AFG leur apporte un concours permanent dans les domaines juridique, fiscal, comptable et technique.
- **Animer la réflexion collective de la profession** sur les règles déontologiques, la protection de l'épargne et son rôle économique, le gouvernement d'entreprise, la représentation des investisseurs, les mesures de performance, l'évolution des techniques de gestion, la recherche et la formation...
- **Promouvoir la gestion française** auprès de l'ensemble des acteurs concernés, investisseurs, émetteurs, politiques et médias en France et à l'étranger. L'AFG participe activement aux travaux et consultations des instances européennes (Commission et Parlement, Autorité européenne des marchés financiers - AEMF) et des associations professionnelles telles que l'EFAMA (European Fund and Asset Management Association) et l'EFRP (European Federation for Retirement Provision). Au niveau mondial, l'AFG est membre de l'IIFA (International Investment Funds Association), et participe aux travaux de l'OICV (Organisation internationale des commissions de valeurs mobilières). Elle pilote **Paris Fund industry**, qui regroupe et promeut l'ensemble de l'écosystème de la gestion d'actifs de la Place de Paris.

Synthèse

L'Association Française de la Gestion financière (AFG) remercie la Commission européenne de l'ouverture de cette consultation publique sur une future *Union des Marchés de Capitaux*, dont elle soutient clairement le principe et encourage à une mise en œuvre efficace associant étroitement l'ensemble des opérateurs des investissements publics et privés européens et respectant la pluralité des écosystèmes européens actuels.

Force est en effet de constater que l'accumulation de textes « punitifs » européens au cours des dernières années, en bonne partie, certes, nécessaires pour combler les zones de sous réglementation, n'a pas atteint son objectif de ramener la croissance, ayant même eu au contraire, à certains égards, un effet anxiogène. Elevant, du fait des coûts qu'ils induisent, le « point mort » des acteurs, ils réduisent l'innovation en freinant la création et le développement de structures nouvelles. Le principe de proportionnalité devra être plus fortement développé à l'avenir.

La future *Union des Marchés de Capitaux* représente ainsi une opportunité importante d'aller dans le sens d'une Europe plus incitative à l'investissement, mais également d'apporter des améliorations substantielles à plusieurs textes antérieurs dont la mise en œuvre sur la base des actes délégués pose d'importants problèmes, et dont certains ont des implications directes sur l'attractivité et la compétitivité des places financières européennes.

Dans le cadre de l'Union des Marchés de capitaux, la gestion d'actif devra pouvoir amplifier fortement, à l'avenir, son rôle déjà essentiel de financement de l'économie européenne à court, moyen et surtout long terme. Cette fonction **stratégique** est d'autant plus essentielle que les financements bancaires ne pourront plus jouer à l'avenir un rôle aussi important que par le passé.

Les réponses de l'AFG aux questions posées dans le cadre de la consultation, ainsi que d'autres réflexions plus exploratoires sur lesquelles nous avons souhaité attirer l'attention de la Commission européenne, s'articulent autour des quelques grandes orientations suivantes :

- Le projet d'*Union des Marchés de Capitaux*, ainsi que les deux consultations connexes, et plus généralement l'ensemble des initiatives législatives et réglementaires que la Commission européenne pourrait être amenée à formuler au cours de son mandat, devraient tous conduire à **une forte incitation au financement de l'économie à travers les instruments (perfectibles) de l'investissement, de court, moyen et surtout de long terme.** Il s'agit là, pour l'UE, d'un gage de crédibilité et de cohérence dont ses acteurs économiques ont impérativement besoin.

Au rang des instruments d'investissement de long terme, il y a lieu d'inclure impérativement des mécanismes incitatifs au développement et à la création de dispositifs d'épargne retraite capables d'apporter des réponses au financement des retraites et d'offrir un cadre adéquat répondant aux besoins des citoyens de l'Union souhaitant épargner dans ce but, ainsi que des salariés qui, de plus en plus, mèneront progressivement une carrière professionnelle dans plusieurs pays de l'Union.

- Un effort coordonné au niveau européen, de formation et d'éducation des épargnants/investisseurs, devra être déployé. Il devra viser à développer la confiance, en montrant que l'orientation de l'épargne vers le financement de l'économie est un dispositif gagnant/gagnant, et non s'appuyer principalement - comme cela a été le cas jusqu'ici - sur la

« promotion » des mesures réglementaires coercitives adoptées depuis une dizaine d'années.

- La diversité des places financières européennes devra être non seulement préservée mais développée.
- **L'harmonisation des règles de distribution et la levée des freins aux règles de « passeportage » des fonds** doivent impérativement faire l'objet d'une attention particulière, de manière à aller vers plus d'accessibilité, de transparence et de sécurité pour les épargnants/investisseurs,
- en facilitant le développement des instruments déjà existants, au premier rang desquels, mais non uniquement, les ELTIF, *l'Union des Marchés de Capitaux* devra conduire à **inciter les épargnants à financer les entreprises, au premier rang desquelles les PME** européennes innovantes, et les infrastructures.
- la question doit être posée des **compétences des agences européennes de supervision** et de leurs réels pouvoirs, ainsi que des mécanismes de sanctions prévus par les dispositifs. Plus généralement, la question de la répartition entre les textes de nature législative et les textes dits « de niveau 2 » mérite d'être clairement résolue. **L'application uniforme des règles à l'échelle européenne**, condition d'un *level playing field* efficace, en dépend directement.
- sur le plan international, le **principe de réciprocité** devrait être davantage promu et défendu, y compris au moyen de stratégies d'influence plus offensives et notamment dans les négociations actuellement ouvertes,
- enfin, en dépit de la difficulté historique de leur insertion dans le cadre institutionnel européen, **les incitations fiscales doivent rester une ambition majeure**, qui doit être poursuivie afin de permettre le plein achèvement de *l'Union des marchés de capitaux*. Celles-ci ne devront plus favoriser la dette par rapport aux fonds propres, ni les Etats par rapport aux entreprises.

L'AFG tient également à souligner, à la faveur de cette consultation, l'importance de rétablir une **cohérence entre les ambitions affichées par la Commission européenne en matière de financement efficace de l'économie d'une part, et une série de textes européens qui ont produit ou produiront malheureusement des effets radicalement contraires**, d'autre part.

On citera notamment :

1/ Les textes Solvabilité II et MIF II qui, de facto, pénalisent l'investissement long et risqué et détournent les investisseurs privés du soutien aux PME européennes ;

2/ la TTFE qui produirait des effets extrêmement négatifs sur la compétitivité européenne ;

3/ la directive dite « droit des actionnaires », qui prévoit en pratique d'imposer des contraintes largement excessives, susceptibles de décourager l'investissement en actions ;

4/ le régime des aides d'Etat, en particulier celui qui s'applique aux PME, le règlement général d'exemption par catégorie (RGEC) définissant de manière trop stricte les PME européennes.

Enfin, l'AFG recommande que soit amorcées des réflexions sur plusieurs sujets nouveaux, parmi lesquels :

- La création d'un véritable *label européen des véhicules financiers* (quel que soit leur pays d'origine), à commencer par les produits régulés que sont les UCITS.
- La création de dispositifs d'épargne retraite européens d'entreprises et individuels (*cf. supra*)
- La création au niveau européen d'une *consolidated tape*, nécessaire pour permettre aux investisseurs d'avoir une vue claire et exhaustive des ordres d'achats et de vente d'instruments financiers négociés sur plusieurs marchés (y compris non réglementés).

L'une des principales priorités est de reconstruire la confiance dans les marchés financiers. Sans la confiance des investisseurs, aucun projet destiné à drainer l'épargne vers des investissements ne pourra aboutir. Cette confiance peut être affirmée en maintenant un haut niveau de responsabilité dans les domaines de la gouvernance et de l'investissement responsable.

Réponses au questionnaire

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

La perspective d'instauration d'une Union des Marchés de Capitaux représente une excellente initiative. Cependant l'AFG s'inquiète de plusieurs décisions européennes imminentes qui n'iraient pas dans ce sens.

1. Aussi, la première des priorités devraient être de veiller à la cohérence entre des exigences réglementaires (récentes ou encore en cours de définition) et les objectifs affichés par la Commission européenne dans le cadre de l'Union des Marchés de Capitaux et du Plan Juncker. Pour remplir cet objectif prioritaire essentiel au retour de la confiance, il faudrait selon l'AFG :

A. Abandonner les projets réglementaires contradictoires avec l'UMC et le Plan Juncker : la Taxe sur les Transactions Financières Européenne (TTFE), entraînerait inévitablement et très fâcheusement, sur la base d'une coopération renforcée de onze Etats membres seulement, une fragmentation des marchés de capitaux, et, sur une base européenne, un détournement des capitaux au détriment de l'UE, et en faveur de zones géographiques pénalisant moins l'investissement.

B. Garantir un bon calibrage sur les textes encore en négociations au niveau 1 et 2

Au niveau 1

Nous espérons un meilleur calibrage sur les textes en cours de négociations et en particulier sur la proposition de règlement sur les fonds monétaires. Dans le cadre des négociations actuelles au Parlement européen et au Conseil, l'AFG s'inquiète de la définition des actifs éligibles ou encore des ratios de liquidité retenus pour l'instant, qui stériliseraient une partie importante des montants pouvant être investis dans l'économie réelle. Enfin, nous souhaitons attirer l'attention de la CE sur le fait que la création de « government MMF », investis à + de 90 % en titres d'Etat et bénéficiant d'un traitement de faveur, engendrerait inéluctablement un effet d'éviction au détriment du financement de court-terme des entreprises.

Par ailleurs, dans le cadre de la réforme structurelle des banques, l'interdiction pour les banques de réaliser du *seed money* pour les Fonds d'investissements alternatifs ferait peser, si elle était confirmée, une menace très concrète sur la gestion alternative européenne, par ailleurs désormais régulée par la directive AIFM. Sans *seed money* la gestion alternative ne saurait exister. Dans un souci de compétitivité, il conviendrait de l'autoriser au moins dans les mêmes limites que nos concurrents américains (cf. Volker Rule).

Au niveau 2

Nous souhaitons attirer l'attention de la CE sur le fait que le passerport pays tiers pour les FIA, aurait pour effet de capter une partie de l'épargne européenne sur des supports non européens qui ne feront pas bénéficier l'économie européenne du biais domestique, mais au contraire bénéficiera au biais domestique des zones ou pays où ces supports sont gérés. Cela est d'autant plus important que l'accès des épargnants des pays concernés (notamment américains) aux FIA européens n'est pas du tout assuré.

Enfin, si la CE venait à suivre – ou, pire encore, à durcir - l’avis d’ESMA (MIF II niveau 2) sur le financement de l’analyse financière, ces nouvelles restrictions viendraient considérablement renchérir le coût, et par la même considérablement réduire la recherche sur les PME/ETI. Or, l’accès au financement par le marché des PME/ETI ne pourra se faire qu’à la condition expresse que les investisseurs puissent disposer de suffisamment d’informations et d’analyses sur les entreprises et ce, de façon continue.

D’une manière générale, les mises en œuvre des dispositions relatives au reporting prévues dans les textes MIF II et PRIIPs, en établissant un cadre exagérément strict (ex. affichage exhaustif des frais en euros), risquent d’avoir un effet dissuasif sur les réseaux de distribution et de les conduire à dissuader le placement ou la fourniture de services d’investissement ayant recours aux instruments financiers et à orienter l’épargne vers des produits non soumis à MIF II ou ne nécessitant ni conseil ni reporting complexe. Si elle se confirmait, cette orientation aurait des effets très négatifs sur l’investissement de long terme.

C. Revoir la réglementation sur les aides d’Etat : Il faudrait notamment clairement établir que les régimes fiscaux favorables aux investissements dans les PME européennes, qui n’impactent pas le commerce entre Etats membres, ne soient pas considérés comme des aides d’Etat.

Par ailleurs, l’AFG préconise de rehausser le plafond de 15 millions d’euros utilisé dans la définition des PME et la limite des 7 ans d’existence au titre desquels les PME peuvent bénéficier d’une aide d’Etat. Le régime actuel est trop strict et prive les PME d’un soutien crucial dans leur phase de développement.

2. La deuxième priorité est de garantir un *level playing field*

- Il convient de réunir les conditions d’une concurrence loyale au sein de l’UE. Nous attendons à cette fin que les agences européennes de supervision garantissent une meilleure harmonisation de l’application des règles au sein de l’UE.

- Par ailleurs, afin de préserver, voire de restaurer, la compétitivité des places financières européennes, nous appelons la Commission à travailler plus étroitement avec les instances internationales de régulation financière (FSB, IOSCO), à agir de façon plus coordonnée avec elles, et à veiller à ce que les standards internationaux définis soient appliqués de manière harmonisée.

- Enfin, l’UMC doit avoir comme objectif d’établir un *level playing field* entre les produits/contrats d’épargne/investissements/placements. Les divergences entre MIF 2 et d’autres directives sont à cet égard très dommageables. Un alignement de MIF 2 sur la future directive IMD 2 devrait donc être recherché. De même, l’existence dans certains pays de taux de rémunération de l’épargne administrée et/ou des garanties d’Etat données à certains produits, ont notamment pour conséquence d’écarter les particuliers de produits d’épargne finançant l’économie et rentables, sans pour autant procurer aux épargnants une rentabilité satisfaisante.

3. la troisième priorité est de créer les conditions pour mobiliser l’épargne (de l’UE et hors UE) sur des produits d’investissement

a) Un important effort global de pédagogie est et sera nécessaire. La formation des épargnants/investisseurs devra se développer dans tous les pays de l’UE.

b) L'AFG appelle la CE à lever les obstacles aux systèmes d'épargne d'entreprise dans l'UE. Les systèmes « d'épargne salariale » sont aujourd'hui bloqués par certains pays, comme l'Allemagne et les Pays-Bas, au motif injustifié qu'ils s'appuient sur des FIA. Une mesure de niveau 3 de l'ESMA serait bienvenue afin de lever toute forme d'ambiguïté et de permettre leur distribution au sein de l'UE.

L'AFG invite également la CE à se pencher sur le cadre légal actuel empêchant l'établissement de « fonds d'épargne salariale » transeuropéens. **Il serait utile de créer un véhicule dédié aux « fonds d'épargne salariale », et notamment les fonds d'actionariat salarié permettant leur distribution au sein des entreprises européennes.** Cette réforme pourrait avoir lieu dans le cadre de la révision AIFMD (prévu pour 2017) ou via la création d'un véhicule *ad hoc*.

c) L'AFG soutient la création de produits d'épargne retraite européens, nécessaires pour compléter les régimes publics dont bénéficient les citoyens européens, mais également clés pour le développement de l'épargne longue en Europe. La Commission européenne doit également veiller à ne pas prendre de mesures défavorables aux dispositifs existant (enjeu de IORP 2 en particulier) et elle doit aussi tout mettre en œuvre pour que les Etats ne s'attaquent pas aux dispositifs existant (2^{ème} et 3^{ème} piliers et fonds de réserve) comme cela a malheureusement été le cas ces dernières années dans de nombreux pays à l'ouest et au centre de l'Europe.

d) L'AFG se félicite des nouvelles pistes et nouveaux véhicules identifiés par la CE pour lancer l'UMC et mobiliser l'épargne sur des acteurs qui ont en besoin : la titrisation et la révision de la directive prospectus. En ce qui concerne la révision de la directive prospectus, nous appelons la CE à trouver un juste milieu, permettant à la fois la réduction des coûts associés à la réalisation du prospectus, tout en préservant un niveau suffisant d'informations utiles à la prise de décision des investisseurs. Par ailleurs, si les exigences actuelles de la Directive Prospectus venaient à être allégées, nous souhaitons attirer l'attention de la CE sur la nécessité de garantir un level playing field et de prévoir un régime au moins aussi avantageux pour les produits qui ne sont pas couverts par la Directive Prospectus : les fonds OPCVM et FIA.

e) L'AFG encourage les instances européennes à faciliter la mise en place des ELTIFs à la fois au travers d'un bon calibrage du niveau 2, d'un traitement adéquat dans Solvency II et en soutenant l'idée d'une fiscalité incitatrice pour ceux qui investissent via ce nouveau type de véhicule. Les instances européennes devraient encourager les Etats membres à mettre eux-mêmes en place des régimes incitatifs, en faisant bénéficier leurs souscripteurs des avantages réglementaires et fiscaux les plus favorables dans les pays concernés.

f) L'AFG incite la CE à favoriser l'utilisation des outils qui permettent des économies d'échelle (catégories de parts, fonds à compartiments, *master feeder*).

g) Enfin, l'AFG souhaiterait que la CE s'engage à lever les barrières à l'exportation des fonds européens par l'intermédiaire de négociations commerciales avec nos partenaires (Chine, Brésil, US).

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

a) Afin de ne pas limiter davantage les informations, déjà insuffisantes, dont les investisseurs disposent sur les PME, l'AFG invite la CE à la plus grande prudence en ce qui concerne les actes

délégués MIF II, et plus particulièrement sur la partie concernant la rémunération de l'analyse financière.

En effet, en proposant d'alourdir les procédures de financement de l'analyse financière externe d'une part et en interdisant que ces charges soient mutualisées entre grandes capitalisations et petites/moyennes capitalisations d'autre part, la proposition de l'ESMA ferait de MIF II un obstacle à l'analyse financière sur les petites et moyennes entreprises.

Ces nouvelles restrictions viendraient considérablement renchérir le coût, et donc réduire l'offre de la recherche sur les PME/ETI. Or, à ce jour, la situation est déjà insuffisante puisque, par exemple, 50% des petites et moyennes entreprises cotées sur Euronext¹ n'ont pas d'analyse financière et 16% n'ont qu'un seul analyste. Rappelons à cet égard qu'en France, 50% des encours sous gestion investis en petites et moyennes entreprises sont gérés par des petits et moyens asset managers, sensibles à l'augmentation des coûts de fonctionnement induit par le projet de l'ESMA. Nous appelons donc avec force la CE à ne pas suivre sur ce point l'avis formulé par ESMA.

b) L'AFG constate que seul un petit nombre de régulateurs ont mis en place des bases de données sur la solvabilité des PME. Les instances européennes devraient encourager tous les autres régulateurs à mettre en place des bases de données similaires et à étudier la possibilité de leur exploitation dans des conditions qui préserveraient le caractère confidentiel des données des PME et sans que les régulateurs soient considérés comme des agences de notation.

c) L'AFG s'inquiète du nombre limité de fournisseurs de données financières. Ces données sont d'ailleurs vendues à des prix croissants et hors de proportion avec leur nature. Pour réaliser l'UMC, il apparaît primordial que des données fiables, complètes et à coût mesuré, soient mises à la disposition de tous les acteurs.

d) De même, l'AFG souhaite la création d'une *consolidated tape* au niveau européen, afin que l'information sur les principaux paramètres des marchés permette aux différents acteurs de se positionner dans des conditions satisfaisantes de transparence, d'efficacité et de coût.

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

Les instances européennes devraient recommander fortement que les investisseurs dans **les ELTIF bénéficient dans chaque pays de la clause du placement le plus favorisé, tant d'un point de vue règlementaire que fiscal. Le traitement des ELTIF et des autres placements de long terme dans Solvency II sera décisif pour leur succès. Des « lignes directrices » pourraient être publiées à cet effet.**

Il serait judicieux que la Commission pousse, pour les ELTIF comme pour d'autres véhicules d'investissement à long terme, à l'utilisation coordonnée des divers moyens ou dispositifs utilisés dans l'Union, dès lors qu'ils visent à susciter ou développer l'investissement à long terme ; par exemple, la labellisation par la BEI de certains projets, voire sa garantie, pourraient utilement bénéficier à ceux de ces véhicules qui décideraient d'y investir.

Une réflexion devrait aussi être menée sur l'éligibilité des ELTIF au ratio « libre » de 10% et au ratio de 30% d'éligibilité des OPCVM et des FIA.

¹ *SMEs with less than 1BN€ capitalization and listed in Paris, Brussels, Amsterdam and Lisbon, source: Euronext*

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

L'AFG se félicite de voir les acteurs de marché s'emparer du sujet et développer leurs propres instruments de soutien et de développement des marchés européens de placements privés (le *Pan-European Corporate Private Placement Market Guide* est un exemple qui illustre les mérites d'une telle démarche non « réglementaire »). Elle soutient ces initiatives.

Une intervention des autorités européennes ne sera, le cas échéant, utile à l'avenir que si la poursuite de ces initiatives révélait des obstacles dont la levée nécessite une intervention législative, ce qui ne paraît pas établi à ce stade.

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

a) Pour mieux diriger les fonds vers ceux qui ont en besoin, l'UE devrait également **veiller à ce que le cadre réglementaire ne favorise pas les titres d'Etat ou d'entités publiques, au détriment des titres corporate**. Un contre-exemple récent – qui s'ajoute à d'autres plus anciens (gestion du collateral, Solvency II...) – est la proposition de créer un « government MMF », investi à + de 90 % en titres d'Etat et bénéficiant d'un traitement de faveur, ce qui engendrerait inéluctablement un effet d'éviction au détriment du financement de court-terme des entreprises.

b) Dans cette même logique, il conviendrait de **recalibrer les charges de capital définies par Solvency II et CRR/CRD4** et, en particulier, celles associées aux investissements/véhicules qui participent aux objectifs de l'UMC (et le cas échéant du Plan Juncker), comme par exemple les investissements en actions, cotées ou non-cotées, dans les actifs titrisés ou encore les projets d'infrastructures au sens large du terme (immobilier, infrastructures de transports...). Par exemple, dans le cadre de Solvency, l'AFG soutient une révision de la charge de capital associée aux investissements dans l'immobilier commercial (25 %), qui avait été fixée en référence aux données de marché de l'immobilier les plus volatiles de l'UE, à savoir celles du Royaume-Uni. Un examen de Solvabilité II par un organisme de recherche indépendant, utilisant des données représentatives de la volatilité du marché européen, démontre clairement qu'il serait déraisonnable d'imposer une charge de capital de plus de 15 %.²

L'AFG a répondu en ce sens à la consultation en cours de l'EIOPA sur l'investissement des assureurs en infrastructures.

c) **L'approfondissement du *Small Business Act for Europe (SBA)*, adopté en Juin 2008, pourrait s'avérer un outil très efficace en termes de financement et de croissance pour les PME**. Si le SBA reflète la volonté politique de la Commission de reconnaître le rôle central des PME dans l'économie de l'UE, il se limite à un ensemble de principes et de recommandations. Par contraste avec le SBA américain de 1953, *SBA for Europe* n'est pas opérationnel dans au moins un domaine étroitement lié et qu'il faudrait développer : **la facilitation de l'accès aux marchés publics en réservant un pourcentage des commandes publiques aux PME locales (i.e. européennes)**, ce qui encourage

² [1] *The IPD Solvency II Review, Informing a new regulatory framework for real estate*, 15 April 2011, updated 21 July 2011.

l'innovation locale, tout en permettant aux petits acteurs de concurrencer les grandes entreprises, pour atteindre eux aussi des tailles internationales.

d) Il faudrait, en cohérence avec les objectifs de l'UMC, parvenir à un régime des règles « d'aides d'Etat » plus souple en ce qui concerne le financement de PME innovantes (comme les FinTech évoquées à la question 31) ainsi que le financement des entreprises en phase d'amorçage, mais aussi de développement. Il faudrait notamment établir clairement que les régimes fiscaux favorables aux investissements dans les PME européennes qui n'impactent pas le commerce entre Etats membres, ainsi que ceux qui ne discriminent pas entre les entreprises selon leur nationalité, ne doivent pas être considérés comme des aides d'Etat. Par ailleurs, l'AFG préconise de rehausser le plafond de 15 millions d'euros utilisé dans la définition des PME et la limite des 7 ans d'existence au titre desquels les PME peuvent bénéficier d'une aide d'Etat. Le régime actuel est trop strict et prive les PME d'un soutien crucial dans la phase de développement/exportation à l'étranger.

e) Etablir un cadre fiscal incitatif pour les particuliers désireux d'investir directement et via des fonds d'investissement, dans les entreprises et tout particulièrement les PME/ETI, reste l'outil le plus efficace pour drainer les capitaux vers ceux qui ont en besoin. Les instances européennes devraient émettre des lignes directrices claires en la matière et bien évidemment s'abstenir de créer des contraintes supplémentaires (ex. TTFE).

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

La liquidité du marché des obligations d'entreprises peut en effet poser problème, et, comme pour l'ensemble des marchés financiers, le cadre réglementaire existant (MIFID1) a joué un rôle défavorable en incitant de facto à une fragmentation excessive.

La Commission doit impérativement faire en sorte que les mesures d'application de MIFID2 corrigent cette situation.

Par ailleurs, par leur construction, ces obligations n'ont pas nécessairement vocation à passer par le marché, mais peuvent se contenter d'un arrangeur. Et l'efficacité des plateformes n'est pas encore démontrée, notamment en raison d'un « service après-vente » mal assuré, c'est-à-dire l'absence de contrat de liquidité dans la durée. Ce point mériterait d'être approfondi, mais il n'est pas évident, de prime abord, qu'une réglementation puisse résoudre ces lacunes. En revanche, **si le financement de l'analyse financière était remis en cause aussi pour les obligations, si la TTFE touche aussi les transactions sur les obligations, et si la réforme structurelle des banques retient une définition restrictive de l'activité de *market making* ou exige sa filialisation, alors le futur cadre règlementaire aura ineluctablement un effet négatif sur cette liquidité.**

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

a) Dans l'objectif de renforcer la démarche d'investissement socialement responsable des investisseurs institutionnels européens, ceux-ci pourraient être incités à communiquer sur la prise en compte ou non des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance dans leur politique d'investissement. Il ne s'agit en aucun cas d'obliger les investisseurs à investir selon des critères ESG, mais simplement de leur demander de dire s'ils le font ou non.

b) La recherche, puis la promotion d'une définition commune de l'Investissement Socialement Responsable (ISR) permettrait de rapprocher les pratiques des différents Etats et faciliterait le développement des investissements basés sur des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance.

A titre d'exemple, la définition retenue par le marché français est : *« l'ISR : Placement qui vise à concilier performance économique et impact social et environnemental en finançant les entreprises et les entités publiques qui contribuent au développement durable quel que soit leur secteur d'activité. En influençant la gouvernance et le comportement des acteurs, l'ISR favorise une économie responsable ».*

c) Pour promouvoir les investissements ESG, une réflexion sur un label européen pour les fonds et les autres produits d'investissement qui respectent ces critères, pourrait être lancée.

d) S'agissant des *green bonds* ou plus globalement des *sustainable bonds*, il nous semble important de mettre en place des bonnes pratiques sur la transparence concernant l'affectation des fonds collectés, sur la revue de leurs risques ESG et sur leur reporting, afin de réduire le risque de « *green washing* ». L'AFG a publié un guide en ce sens.

e) Les projets souhaitant être éligibles au « Plan Juncker » pourraient être encouragés à faire connaître leur engagement ESG (Environnement, Social, Gouvernance).

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

Il faudrait s'assurer, par l'intermédiaire d'une étude coûts/bénéfices, que l'instauration de telles normes contribuerait effectivement à augmenter l'attrait des PME et à une meilleure information des investisseurs européens.

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

Le financement participatif peut favoriser la création d'entreprises et contribuer à leur développement. Il est pourtant primordial qu'il soit encadré par des pratiques harmonisées entre Etats membres.

En ce qui concerne les enjeux et obstacles au développement de ces plateformes, l'AFG insiste sur l'importance de veiller à la protection des investisseurs (que ce soit sous forme de prêt ou d'apport en capital). La qualité de l'information donnée aux citoyens européens doit être certifiée. L'AFG souligne le risque de réputation qui pourrait naître de mauvaises pratiques de certains acteurs et potentiellement entacher l'ensemble des acteurs du financement des PME. Les investisseurs doivent notamment être assurés que leur investissement est bien entièrement utilisé pour financer les entités bénéficiaires. Leurs placements en crowdfunding devraient être limités à une certaine part de leur richesse et/ou de leurs revenus annuels.

D'une manière générale, l'Union européenne doit sortir du paradoxe entre l'incitation au crowdfunding (par définition très risqué) et l'ajout de mesures toujours plus restrictives (ex : PRIPS, MIFID 2...) dans le cadre du placement de produits réglementés ayant fait leurs preuves, tels que les UCITS ou désormais les FIA.

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

a) Il **faudrait revoir celles des réglementations** s'appliquant aux investisseurs institutionnels qui obligent à une utilisation systématique de la **valorisation mark-to-market**, qui n'est pas adaptée pour les investissements long terme et/ou à liquidité restreinte.

b) Par ailleurs, les investisseurs institutionnels sont très sensibles aux différents types de liquidité proposés en fonction du passif. Aussi, même sur le long terme, **les règles de liquidité** ne devraient pas être imposées, mais laissées à la responsabilité des investisseurs.

c) Plus généralement, il conviendrait de s'assurer que **les ratios réglementaires d'investissement** auxquels sont soumis les investisseurs institutionnels sont adaptés aux types d'investissements reconnus dans le cadre de l'UMC.

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

a) Les directives **AIFM** et **OPCVM** ont permis la mise en place de **passports** relatifs aux produits ou à la possibilité d'exercer une activité dans un autre Etat de l'Union. Ces dispositifs peuvent être **freinés par la mise en place de barrières plus ou moins implicites, parfois simplement administratives, par les Etats membres d'accueil** (mise en place de redevances excessives à verser au régulateur du pays

d'accueil, demandes de documents additionnels par rapport aux exigences des directives). Ces pratiques, qui tendent à affaiblir l'effectivité de la libre prestation de services ou de la libre commercialisation des produits en Europe, devraient être combattues.

b) Il convient également de simplifier et d'harmoniser les circuits de règlement/livraison sur les marchés domestiques. Aujourd'hui, chaque pays a son système national qui rend difficile la commercialisation de fonds étrangers.

c) Par ailleurs, les outils pour réaliser des économies d'échelle existent (fonds à compartiments, *master feeder*, catégories de parts). Malheureusement, la mise en place de ces outils est parfois très difficile (*master feeder* transfrontalier) ou sujette à interprétations très différentes et même souvent restrictives d'un pays à l'autre (catégories de parts). Il en résulte que ces outils sont, dans certains pays en tous cas, sous-employés. Nous accueillons donc favorablement la consultation de l'ESMA sur les catégories de parts afin de permettre le développement harmonisé de ce schéma, porteur d'importantes économies d'échelle potentielles.

d) Il nous paraît, enfin, totalement injustifié que, contrairement au texte et à l'esprit de la directive, le Luxembourg impose la création d'une société de gestion locale pour la création d'un FIA de droit luxembourgeois (négarion de l'« asset manager passport »). Cette pratique est clairement « anti économie d'échelle ».

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

La définition des infrastructures doit rassembler toutes les natures de projets sans éliminer de sous classes d'actifs *a priori*. Faire évoluer la réglementation pour favoriser exclusivement des modèles d'investissement dans des classes d'actifs infrastructures « historiques » qui présentent certes l'avantage d'être connus et de bénéficier de cadres éprouvés, et les faire bénéficier d'un label « sans risque », pourrait aller à l'encontre des véritables enjeux de développement actuels. Appréhender la classe d'actif infrastructure de manière globale est crucial pour permettre et favoriser non seulement le renouvellement des infrastructures existantes mais également l'investissement dans les infrastructures qui soutiendront la croissance de demain, notamment dans les domaines de l'énergie (production, distribution, stockage, efficacité énergétique, ...), des télécommunications (réseau de fibre, tours, stockage de données), des transports (aéroports, ports, ...). **La réglementation, dont l'évolution est un processus de long terme pouvant s'étaler sur plusieurs années, doit s'attacher à établir un cadre flexible définissant des critères communs aux infrastructures et non des sous-classes d'actifs existantes présentant un historique de performance long qui aurait pour effet de défavoriser les projets d'avenir les plus innovants, qui disposent pourtant de caractéristiques similaires aux actifs existants.**

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

Par ailleurs, les règles prudentielles doivent effectivement être revues mais il ne faut pas les limiter aux assureurs et aux banques. Il faut assouplir également les possibilités pour les dispositifs

d'épargne retraite ou autres investisseurs (mutuelles par exemple) d'investir dans les infrastructures.

Enfin, dans le cadre du « Plan Juncker », une liste (« pipeline ») des projets éligibles devrait être établie, régulièrement mise à jour et accessible à tous.

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

En matière de retraite, l'objectif principal de la Commission devrait être d'encourager les citoyens européens à épargner pour compléter les régimes obligatoires, via des dispositifs d'entreprises et via des dispositifs individuels.

Le vieillissement de la population entraîne en effet des déséquilibres des régimes par répartition dans tous les états membres, les régimes par capitalisation doivent donc être renforcés. C'est une mesure gagnant/gagnant car l'horizon long terme de l'épargne retraite permet d'investir et de financer la croissance économique. C'est pourquoi toute initiative en faveur de l'épargne retraite est bienvenue. Compte tenu de l'horizon de long terme, l'élément de confiance dans le produit d'épargne est crucial.

L'épargne retraite d'entreprise (2ème pilier) doit être fortement encouragée, car le cadre professionnel et l'implication des partenaires sociaux sont de nature à rassurer les futurs retraités. Les entreprises ne doivent pas être découragées de les mettre en place par l'application de contraintes croissantes et de réglementations prudentielles – de type Solvency II – inadaptées. A l'avenir, de plus en plus d'Européens passeront une partie au moins de leurs carrières professionnelles dans d'autres Etats de l'UE que leur Etat d'origine. Au sein même des fonds de pension européens dont le cadre est à définir de manière prioritaire, une portabilité efficace des droits à pensions sera donc non seulement nécessaire, mais encouragera la mobilité professionnelle intra-européenne que la Commission et les Etats appellent de leurs vœux.

L'épargne retraite individuelle (3^{ème} pilier), hors cadre professionnel, doit elle aussi être encouragée, en particulier pour ceux qui ne bénéficient pas de produit d'épargne retraite d'entreprise (indépendants, sans emploi...) ou pour ceux qui souhaiteraient faire un effort supplémentaire d'épargne.

L'AFG recommande donc que des produits européens d'épargne retraite, indispensables au développement de l'épargne longue en Europe puissent être mis en place. De manière à éviter des incompatibilités avec des législations nationales existantes, l'AFG accueillerait favorablement le recours à un « 29^{ème} régime », ayant un volet professionnel (« occupational ») et un volet individuel.

Le produit d'épargne retraite doit être, selon l'AFG, à la fois sécurisé et flexible pour être attractif pour les citoyens européens, et notamment :

- être conçu de manière à pouvoir être **géré par différents acteurs** financiers régulés : asset managers, banques, assureurs,
- avoir des **règles de commercialisation simples, sécurisées et homogènes** (ces règles sont aujourd'hui différentes selon l'appartenance de l'acteur financier à une catégorie : MIF, IMD),
- offrir un choix de placement entre **différentes options** pour s'adapter aux profils différents de souscripteurs et proposer une option par défaut qui soit "lifecycle" pour réduire le risque à l'approche de la retraite,

- offrir un **choix de sortie** au moment de la retraite (et éventuellement de l'acquisition de la résidence principale) pour que la personne puisse prendre la solution la plus adaptée à sa situation personnelle : retraits partiels, retrait total, sortie en rente, solution mixte...

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

La France, comme la plupart des Etats Membres, n'ayant pas créé – à ce jour du moins - de véhicules légaux adaptés à ces règlements, les gestionnaires doivent donc opter pour des véhicules existants dans leur pays, qui présentent des contraintes supplémentaires qui ne figurent pas dans les règlements. L'UE devrait inciter davantage les Etats membres à créer de tels véhicules sans cumuler les contraintes nationales et européennes.

La possibilité pour des gestionnaires dont les actifs dépassent 500 millions d'euros de gérer des EuSEFs ou EuVECA permettrait d'élargir l'éventail des acteurs et serait accueillie très favorablement. L'ESMA, dans un Q&A sur les EUSEFs et EUVECA mis à jour en novembre 2014, a d'ailleurs ouvert la possibilité pour les sociétés de gestion AIFM au-dessus du seuil de 500 millions de gérer des EUSEFs ou EUVECA. Pour autant, l'avis de l'ESMA étant selon nous difficilement compatible avec le texte de niveau 1, l'AFG appelle à une nécessaire clarification juridique.

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

La réforme récente des lignes directrices relatives au financement des risques et du Règlement d'exemption par catégorie n'est pas à la hauteur des besoins de financement des PME. **L'approche de la Commission sur les Aides d'Etat en matière de financement des PME devrait être profondément modifiée.** Les régimes fiscaux qui encouragent l'investissement dans les PME ne devraient plus être considérés comme des aides d'Etat lorsqu'ils contribuent au financement de l'ensemble des PME européennes et non pas de celles relevant d'un Etat Membre particulier.

L'Union européenne pourrait faciliter l'investissement dans le non coté des investisseurs institutionnels - et même retail – tout en établissant des règles protectrices adaptées. Pour les institutionnels, cela consisterait à supprimer les interdictions d'investir dans le non coté. Aujourd'hui de nombreux investisseurs institutionnels sont très limités dans leurs investissements dans le non coté à cause de réglementations européennes mal calibrées, comme CRR/CRD4 ou Solvency II.

Par ailleurs, les UCITS ne peuvent pas investir dans des fonds de capital investissement, même au titre de leur ratio dérogatoire (« libre ») : il faut lever cette interdiction.

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

Il serait contradictoire d'une part d'encourager les investisseurs à effectuer des prêts directs, qui sont très risqués et peu encadrés, et d'autre part d'exiger, via PRIPIs ou Mifid 2 notamment, un niveau de protection des investisseurs excessivement élevé dans le cadre de produits déjà bien réglementés (ex. UCITS).

En ce qui concerne les prêts non bancaires, le risque d'asymétrie d'information est réel. Il est important de faciliter l'accès à l'information sur l'entreprise. Une extrême prudence doit toutefois être de mise en ce qui concerne les moyens de sollicitation des investisseurs. Ce point doit faire l'objet d'une attention particulière, y compris en matière de « crowdfunding ».

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

La commercialisation transfrontalière des fonds dans l'Union reste souvent pénalisée par la mise en place de régimes fiscaux locaux, complexes à mettre en application (régimes de retenue à la source).

Si les régimes de création et de fonctionnement des fonds sont assez largement harmonisés, des différences assez marquées subsistent, notamment dans les procédures de modification des OPCVM générant la mise en place de mécanismes d'information des porteurs différents, et donc très lourds, voire discriminatoires en fonction de l'Etat dans lesquels réside l'investisseur.

La création des produits « d'épargne retraite européen » est une piste soutenue par l'AFG. En développant la part de l'épargne de long terme détenue par les particuliers, elle permettra d'augmenter la participation transfrontière des particuliers aux OPCVM, qui en sont les sous-jacents naturels (cf. réponses questions 13 et 19).

D'autre part, l'AFG est favorable à ce que soient combattus les obstacles à la mise en œuvre efficace du passeport pour les OPCVM, obstacles fondés sur l'application de mesures nationales dans le domaine de la commercialisation, de la fiscalité et de l'information.

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

a) Malgré l'existence de lignes directrice des AES, l'application de la législation dans le domaine des services financiers est encore loin d'être suffisamment harmonisée au sein de l'UE. Dans le cadre du marché unique de l'UE, les investisseurs, et les sociétés de gestion, se retrouvent en effet exposés à des règles appliquées différemment d'un Etat membre à l'autre, du fait notamment d'interprétations divergentes et d'attitudes variées entre les régulateurs nationaux : problèmes de traduction, *gold-plating*, ou, au contraire, interprétation minimaliste des règles.

La protection des investisseurs est en partie assurée par les régulateurs locaux en complément des structures judiciaires propres à chaque pays. Dans l'esprit prévu par le 4^{ème} niveau de la procédure Lamfalussy, il serait nécessaire que le pouvoir de sanction et de contrôle accordé aux régulateurs soit harmonisé et que le régulateur européen puisse s'assurer de la mise en œuvre effective de ces contrôles par les régulateurs locaux, et y remédier en cas de défaut.

b) Il conviendrait également de donner aux AES la possibilité de remédier aux problèmes d'interprétation linguistique des textes de niveau 1, afin notamment d'annuler les possibilités d'arbitrage réglementaire entre Etats membres, qui se font notamment au détriment de la protection des investisseurs (ex. OPCVM IV- ratio de 30%/fonds éligibles : « division d'actifs » en français et « asset segregation » en anglais).

c) Si les AES doivent jouer un rôle pour harmoniser les interprétations de la réglementation financière dans le cadre de l'UMC, en aucun cas elles ne doivent se livrer à une interprétation des textes qui irait au-delà des limites fixées par les législateurs au niveau 1, même au prétexte d'assurer une meilleure protection des investisseurs. Leur intervention, a en pratique rendu difficile, et même dans certains cas impossible, la vente à des clients individuels, d'organismes de placements collectifs investis en titres d'entreprises ou peu liquides car investis à long terme (infrastructures, etc).

d) Les AES devraient systématiquement conditionner l'accès par des acteurs/produits/services issus de pays tiers au marché européen, à l'existence d'une réglementation et des conditions d'application au moins aussi exigeantes que dans l'UE. L'AFG appelle à ce titre l'ESMA et la Commission à appliquer strictement ce principe de réciprocité dans le cadre de leurs travaux sur le passeport pays tiers AIFM. Seule une application stricte du principe de réciprocité permettra de maintenir le niveau élevé de protection des investisseurs établi par l'UE.

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

Le danger est de considérer l'épargnant particulier comme dépourvu d'esprit critique, à qui pour son bien il serait nécessaire d'interdire l'accès à certains produits, ce qui est facteur d'anxiété et aboutit en pratique à le priver d'accès à des solutions d'épargne performantes, réservant celles-ci aux investisseurs institutionnels ou aux particuliers fortunés. Les règles récentes en matière de *suitability*, complexes à mettre en œuvre, apparaissent maximalistes. Il conviendrait au contraire de ne pas entourer le dispositif de prise de risque ou de rendement d'un environnement anxigène, porteur d'incitations contradictoires avec l'objectif de l'UMC. **La remise en cause du financement du conseil, la notion extensive de produit complexe, l'existence dans certains pays de taux de rémunération de l'épargne administrée et/ou des garanties d'Etat données à certains produits, ont en particulier – la liste n'est malheureusement pas exhaustive - pour conséquence d'écarter les particuliers de produits d'épargne finançant l'économie et rentables. Cela peut donner un avantage concurrentiel aux produits indiciels. Cela peut aussi contribuer, en canalisant une partie de l'épargne vers des produits mécaniquement moutonniers, à accroître un risque systémique.**

Le corollaire est évidemment une information claire, précise, synthétique, compréhensible pour le particulier, notamment en ce qui concerne le risque pris et le résultat à attendre.

Par ailleurs, sous condition d'une fiscalité incitative, deux modalités de nature et de portée différentes peuvent contribuer à une augmentation des investissements des particuliers :

- a) **Lancement de produits d'épargne retraite individuels à caractère volontaire.** Ceci permettrait d'inciter les ménages à épargner sur le long terme. Il ne s'agirait pas d'harmoniser les régimes de retraite nationaux mais d'apporter un produit complémentaire à vocation paneuropéenne (29^{ème} régime).
- b) **Créer les conditions pour la généralisation dans tous les pays européens de dispositifs d'épargne retraite d'entreprise, fondés notamment sur des fonds d'épargne salariale/d'entreprise.** Cette solution, outre couvrir l'ensemble de la population, présente l'avantage de permettre à court-moyen terme la constitution d'une base de capital suffisamment large et pouvant s'investir dans les entreprises et l'économie locale.

En prenant l'hypothèse d'un taux de cotisation correspondant en moyenne à 1,5% de la masse salariale brute des pays de la zone euro (soit un taux correspondant à 8-10% des cotisations retraite aujourd'hui en vigueur dans l'UE), la vertu du mécanisme proposé devrait se traduire par au moins trois résultats :

- au bout de 20 ans, les réserves cumulées au titre du mécanisme décrit devraient être de l'ordre de 15% du PIB,
- selon les hypothèses adoptées (taux de croissance et de rentabilité), sur 20 ans, ce mécanisme devrait permettre de « collecter » entre 2 500 et 3 000 mds €,
- ainsi, ce type de projet appliqué à l'ensemble des pays de l'Union européenne devrait déjà générer vers sa 3^{ème} année autant de capitaux à placer que le montant annoncé par le projet Juncker de 315 milliards d'euros.

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

Opposer la simplicité à la complexité est un faux débat, porteur de dangers. Ainsi, un fonds actions couvert contre certaines évolutions de marché ou de change est potentiellement « complexe » (et donc en pratique, difficile à vendre) tandis que tous les titres d'Etat sont par définition « simples » ! La question est plutôt la bonne utilisation des outils mis à la disposition des gérants et la bonne information délivrée à l'investisseur. Un produit « simple » n'est pas forcément moins risqué ni plus intéressant ou plus adapté aux besoins des épargnants.

L'AFG suggère que la Commission réexamine la cohérence des dispositifs PRIPs-IMD-MIFID, pénalisantes dans bien des cas, pour les produits très régulés que sont les UCITs. De même, nombre de FIA ne sont absolument pas « complexes » au mauvais sens du terme !

Une bonne pratique a consisté, en France, à ce que les régulateurs de marché, des banques et des assurances définissent une position commune sur la manière de qualifier la complexité – ou l'absence de complexité – des produits ; ce type d'initiative pourrait être repris au plan européen.

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

Afin de garantir la compétitivité au niveau international de l'UE, la Commission doit travailler plus étroitement avec les instances internationales de régulation financière et agir de façon plus coordonnées avec elles. Dans de nombreux domaines (opérations de financement sur titres, indices utilisés comme benchmarks, règles prudentielles pour les assureurs), l'UE a anticipé ou est allée au-delà des travaux réalisés dans les instances internationales (FSB, IOSCO, IASC)³ ou par ses principaux partenaires (Etats-Unis, Brésil, Australie...). Cette approche duale a créé une situation d'arbitrage réglementaire à la faveur de nos concurrents, d'autant plus que l'UE s'ouvre de plus en plus à des acteurs issus de pays tiers (cf. notamment, potentiellement, le passeport pays tiers AIFM).

Dans ce cadre et afin de préserver les acteurs européens d'une concurrence déloyale (via un dumping réglementaire), **nous appelons également la Commission à appliquer le principe de réciprocité, aussi bien dans les négociations commerciales que lorsqu'elle se propose d'ouvrir le marché européen à des pays tiers.**

A cet égard, l'AFG soutient l'initiative qu'a prise l'ESMA de procéder à une analyse détaillée pays par pays dans le cadre de l'avis à rendre à la Commission sur AIFMD.

Pour assurer un certain niveau de compétitivité de l'UE, il conviendrait également que la Commission propose de recalibrer certains aspects de la réglementation européenne (Solvency II), soit vigilante sur la définition des mesures de niveau 2 (ex. MIFID II et le financement de la recherche) et qu'elle abandonne les projets qui sont contradictoires avec l'idée même de l'UMC et qui nuiront à la compétitivité internationale de l'UE (ex. TTFE).

Enfin, **nous appelons la CE à une pause réglementaire**, permettant l'établissement d'un bilan des textes adoptés impactant les services financiers pour s'assurer que certaines dispositions ne contreviennent pas aux objectifs de l'UMC et ne nuisent pas à la compétitivité de l'UE.

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

La première série de mesures à prendre consiste à améliorer les conditions d'accès accordées aux gestionnaires européens souhaitant vendre leurs fonds dans certains pays tiers. Dans certains pays tiers tels que l'Australie, le Japon et la Corée du Sud, les autorités locales exigent un enregistrement préalable malaisé des fonds de droit européen. L'enregistrement préalable des gestionnaires européens est également exigé dans certains pays tiers, en particulier aux Etats-Unis, au Brésil et en Australie. Certains pays tiers, tel que le Japon, ont pris des mesures contraignantes en matière de transparence des sociétés de gestion non nippones. En Australie, en Corée du Sud et au Brésil, en Suisse, les gestionnaires européens sont obligés de solliciter une société enregistrée localement en vue de distribuer leurs fonds. Certains pays tiers, notamment la Chine continentale et l'Inde, imposent aux gestionnaires et aux fonds européens un régime de quotas. L'Inde, le Japon et la Corée du Sud ont mis en place un régime fiscal qui place les fonds de droit européen en situation de

³ Plus récemment, les recommandations FSB/IOSCO concernant les fonds monétaires semblent avoir été dénaturées, en perdant l'objectif d'atténuer le risque systémique des fonds monétaires à valeur liquidative constante et en élargissant le champ des fonds monétaires à valeur liquidative variable.

désavantage. Certains pays tiers, en particulier le Brésil, la Chine, l'Inde et les Etats-Unis, empêchent totalement la distribution de fonds de droit européen.

A ce titre, l'AFG, soutient l'inclusion de la gestion d'actifs dans le champ des négociations pour un traité commercial entre l'Union européenne et les Etats-Unis (TTIP). Un tel accord pourrait constituer une opportunité pour les acteurs européens, en levant les barrières réglementaires imposées par les autorités américaines sur les sociétés de gestion européennes souhaitant vendre leurs produits aux Etats-Unis, et offrir ainsi l'opportunité à des clients américains d'investir dans des fonds européens. En outre, la situation est très fortement asymétrique en matière de délégation de gestion.

En effet, un gestionnaire européen gérant un fonds européen peut déléguer la gestion de son portefeuille à un gestionnaire américain sans aucune obligation d'enregistrement de ce dernier au sein de l'UE. A l'inverse, un gestionnaire américain ne peut pas déléguer la gestion d'un fonds américain à un gestionnaire européen si celui-ci ne s'est pas préalablement enregistré auprès des autorités américaines.

Au-delà de la procédure d'enregistrement, l'obligation d'appliquer intégralement la réglementation locale et, par la même occasion, le fait d'être soumis à deux régimes juridiques constituent un fort obstacle à l'accès au marché américain.

En pratique, cela signifie que les gestionnaires européens ne peuvent pas gérer facilement des fonds américains depuis l'UE tandis que les gestionnaires américains peuvent gérer librement, par délégation, des fonds européens depuis les Etats-Unis.

La deuxième série de mesures à prendre concerne l'amélioration des conditions de gestion de fonds par les gestionnaires européens dans certains pays tiers. En Australie et aux Etats-Unis, une licence délivrée par les autorités locales est nécessaire pour exercer une activité de gestion en tant que gestionnaire européen. De nombreux pays tiers exigent de la part des gestionnaires européens une présence locale, soit à travers la création d'une entité locale telle qu'au Brésil, en Corée du Sud et à Taïwan, soit à travers la signature d'une joint-venture, notamment en Inde. Certains pays tiers, notamment la Chine, empêchent les gestionnaires européens de participer à la gestion de fonds de droit chinois. Enfin, certains pays tiers contraignent les investissements étrangers dans des fonds de droit local, notamment au Brésil, en Inde, au Japon et aux Etats-Unis.

On notera également l'obligation qui peut incomber aux gestionnaires de se conformer intégralement à des réglementations nationales d'Etats tiers qui sont parfois différentes, voire contradictoires, avec celles en vigueur dans l'UE.

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

Vu les difficultés rencontrées auprès des nouveaux intermédiaires (cf. réponse à la question 6), nous attirons également l'attention de la Commission sur la nécessité de préserver le rôle essentiel que jouent les banques en ce qui concerne la tenue de marché. Par leur activité de *market-making*, les banques fournissent en effet un service essentiel pour les marchés les moins liquides, comme ceux des obligations.

Dans le cadre de la réforme structurelle des banques, il est donc primordial de retenir une définition du *market making*, qui ne soit pas trop restrictive, et qui permette de conserver cette activité au sein de la banque. Une filialisation de cette activité de marché réduirait au contraire la liquidité sur le marché.

Nous rappelons aussi la réponse à la question 2 sur le besoin d'une *consolidated tape*.

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

Des progrès significatifs ont été accomplis ces dernières années, grâce notamment au travail de l'ESMA. Beaucoup cependant reste à accomplir.

Un des aspects concerne **la localisation des sociétés de gestion**. Pour un véritable *level playing field*, il est nécessaire de s'assurer que les Etats membres appliquent loyalement les textes et que les avantages fiscaux sélectifs soient réellement bannis, ce qui n'est pas le cas. Par ailleurs la concurrence ne doit pas se faire par le « moins disant réglementaire », dont les conséquences peuvent être extrêmement fortes. Une autorité de contrôle européenne, par exemple l'ESMA, devrait pouvoir contrôler la bonne harmonisation réglementaire et faire sanctionner, si besoin est.

Nous rappelons à cet égard que le Luxembourg exige en pratique que les AIFMs luxembourgeois soient créés par une société de gestion locale, ce qui est à notre sens (et à celui des autres régulateurs européens), contraire au texte et à l'objectif de la directive. Un corpus unique de règles (et un mécanisme unique en matière de *reporting*) est l'une des priorités (cf réponse question 25).

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

Etant donné l'hétérogénéité des mesures étudiées et des acteurs sollicités dans le cadre de l'UMC, il **semble primordial que chacune des AES garde sa spécificité**. Il faut, en effet, éviter toute « *one-sector-fits-all approach* », qui déboucherait sur des mesures mal calibrées ou peu pertinentes (ex. politique de rémunération pour les asset managers et les banquiers dans le cadre de CRDIV).

Dans le cadre de l'UMC, chaque AES devrait veiller à la mise en œuvre d'un *Single Rule Book* pour chaque secteur qu'elle supervise. A ce titre, les AES devraient assurer une **meilleure harmonisation des interprétations de leurs lignes directrices** entre les 28 Etats membres, via la procédure « *peer review* », renforcée au besoin.

Si les AES doivent jouer un rôle pour harmoniser les interprétations de la régulation financière dans le cadre de l'UMC, elles ne peuvent en aucun cas établir les règles qui relèvent d'une directive ou d'un règlement. **Les AES doivent, en effet, veiller à respecter les limites de leur mandat, fixées par le niveau 1 (contre-exemple : les actes délégués Mifid 2 et en particulier le financement de la recherche)**.

Tout en prenant en compte les spécificités de chaque secteur, il convient également pour les AES d'assurer conjointement un *level playing field* pour les produits/services régulés. Cela exige une **coordination renforcée** entre des AES, qui doivent également veiller à garantir une cohérence de

leurs travaux (exemple, les travaux PRIIPS de 2014 ne prennent pas en compte les travaux du CESR sur le DICI).

Les budgets européens et les régulateurs nationaux doivent fournir aux AES les moyens suffisants pour qu'elles exercent pleinement leurs importantes compétences.

Une consultation régulière des parties prenantes pouvant contribuer au succès de l'UMC, l'AFG tient à souligner l'importance d'une poursuite de l'amélioration des méthodes de travail des AES, notamment :

- en leur fixant des périodes de consultation d'une durée suffisante, ce qui leur permettra de donner elles-mêmes assez de temps pour leurs propres consultations
- en poursuivant le dialogue au-delà de la consultation *ex ante* (réaction aux réponses,...)
- en utilisant plus efficacement les panels des parties prenantes.

Enfin, il semble pertinent de **faire remonter au niveau des AES les régimes de reporting actuellement décentralisés au niveau des régulateurs nationaux** (AIFM, par exemple). Il est néanmoins impératif d'établir au préalable un format unique de *reporting*, afin de faciliter le traitement des données par les AES et de réduire les contraintes administratives pour les entreprises impactées.

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

La chaîne de détention des titres doit continuer à s'appuyer sur la notion de **droit de propriété**, base solide du droit continental des titres.

L'objectif de la Commission étant de finaliser l'UMC d'ici à 2019, il paraît irréaliste de s'attaquer aux questions 26 et 29 qui nécessiteraient une refonte complète des droits existants dans les 28 Etats membres. Au regard des échecs des négociations précédentes, nous invitons à la Commission à délaisser cette piste.

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

Grâce à la directive Collateral du 6 juin 2002, nous disposons d'un régime du collatéral robuste et stable (cf, la gestion du collatéral dans le cadre de l'affaire Lehman Brothers). Aussi, **il ne semble pas nécessaire de proposer de nouvelles mesures pour améliorer les flux transnationaux de collatéral.**

En ce qui concerne les OPC, il n'est pas nécessaire de publier une réglementation européenne équivalente à celle relative à l'insolvabilité des établissements de crédit. En cas de défaillance des OPC, les textes relatifs au *close-out netting* leur sont applicables. Il n'y a donc pas d'amélioration du caractère exécutoire transfrontière du collatéral et des accords de compensation avec déchéance du terme, à envisager pour les OPC.

L'UE doit cependant inciter à ce que le collatéral admis au niveau des CCP soit le plus large possible. Il faut notamment que le collatéral admissible chez les CCPs ne soit pas restreint par les *clearing brokers*, ni par d'autres *brokers* dans la chaîne (si on est dans un modèle de clearing indirect).

Par ailleurs, l'AFG s'inquiète des projets du FSB sur des *haircuts* automatiques (sur le collatéral dans le cadre d'opérations de financement sur titre qui ne passerait pas par un CCP) et de ses conséquences sur la disponibilité et la fluidité du collatéral dans l'UE. Les *haircuts* devraient être décidés par les acteurs de marché au cas par cas, et non de manière systématique. L'AFG tient à ce titre à rappeler que l'absence de *haircut* automatique serait parfaitement justifiée pour les OPCVM et les FIA, qui ont un droit à risque de contrepartie de 10% sur une même entité.

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

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

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

En revanche, il ne faut pas que la directive « droit des actionnaires », actuellement en discussion, aboutisse en pratique à accentuer les contraintes pesant sur les actionnaires (certaines dispositions du texte initial et plusieurs amendements actuellement discutés au Parlement européen vont malheureusement dans ce sens) et à rendre ainsi plus difficile l'atteinte des objectifs de l'UMC.

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

Cf. réponse question 26.

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

L'AFG considère que les deux mesures suivantes constituent (ou constitueraient) des barrières majeures à l'UMC :

- l'application de taux internes de retenues à la source, suivie du remboursement de l'excédent prélevé par rapport aux conventions fiscales. Les Etats devraient prélever directement au taux conventionnel
- une éventuelle TTFE.

Une TTFE limitée à 11 Etats membres créerait une distorsion de concurrence entre les Etats participants et les autres Etats, ainsi qu'une fragmentation des marchés de capitaux européens et à une délocalisation des activités de services financiers, qui se ferait au détriment des Etats participants à cette coopération renforcée.

Une TTFE appliquée par les 28 Etats resterait tout aussi contradictoire avec les objectifs de l'UMC, puisqu'elle inciterait à délocaliser des activités financières en dehors de l'UE, renchérirait le coût des entreprises pour se financer sur les marchés de capitaux, pénaliserait les investisseurs et diminuerait la liquidité des marchés.

En outre, si elle devait s'appliquer à la fois (ce que prévoit malheureusement le projet initial de la Commission) aux unités de fonds et aux titres composants leur actif sous-jacents, la TTFE n'inciterait pas les particuliers à investir via des fonds d'investissement, tels que les ELTIF, les UCITS ou les FIA, puisqu'ils deviendraient plus chers que les investissements directs. De ce fait, la TTFE créerait un biais en faveur des produits non soumis à ladite taxe, tels que les contrats d'assurance ou les comptes d'épargne.

Nous appelons donc les autorités européennes à abandonner ce projet.

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

L'AFG attire l'attention de la Commission sur la nécessité d'avoir des règles « d'aides d'Etat » plus souples ; en particulier en ce qui concerne le financement de PME innovantes et le financement des entreprises en phase d'amorçage et de développement (Cf réponse à la question 1).

Dans le domaine de la gestion d'actifs, un plus grand usage des nouvelles technologies devrait être facilité par la réglementation, notamment pour la commercialisation et le *reporting* aux clients.

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

Cf. Réponse à la question 1

L'AFG présentera par ailleurs ses éléments de réponse à la consultation sur la titrisation et à la consultation sur prospectus.