

Union des marchés de capitaux : le point de vue de Febelfin

Febelfin, la Fédération belge du secteur financier, représente la majorité du secteur financier belge : banques, établissements de crédit, gestionnaires d'actifs et de fonds, infrastructures de marché, sociétés de courtage et agents de change, sociétés de leasing, etc. La diversité des institutions que nous représentons nous permet d'adopter une position exhaustive et équilibrée, tenant compte des caractéristiques spécifiques des différentes branches du secteur financier.

Introduction

L'Union des marchés de capitaux (UMC) est une initiative de politique économique lancée par l'ancien président de la Commission européenne, Jean-Claude Juncker, dans le but de créer un marché unique des capitaux. L'objectif est de faire circuler l'argent – les investissements et l'épargne – dans l'ensemble de l'UE, afin qu'il puisse profiter aux consommateurs, aux investisseurs et aux entreprises, où qu'ils se trouvent au sein de l'UE. Bien que des progrès aient été accomplis depuis le point de départ de l'initiative de l'UMC en 2015 et depuis le nouveau plan d'action pour l'UMC de septembre 2020, les marchés de capitaux de l'UE restent à ce jour fragmentés.

Febelfin se félicite de l'ambition renouvelée de concrétiser l'UMC en tant qu'instrument essentiel pour aider à financer les multiples transitions que traverse l'UE. Dans le présent document, le secteur financier belge propose sa vision des modalités de renforcement des marchés de capitaux européens au bénéfice des citoyens, des entreprises et des États membres. L'élan politique que nous constatons à l'heure actuelle – et qui se reflète dans les récents rapports et déclarations – doit être exploité autant que possible. Le principal objectif de Febelfin et de ses membres est clair : développer et approfondir les marchés de capitaux de l'UE, afin de concrétiser une Union de l'Épargne et de l'Investissement. Les objectifs ultimes de l'UMC doivent être de stimuler efficacement la croissance économique, de garantir des pensions stables aux citoyens européens, de garantir la compétitivité dans toute l'Europe et d'investir davantage de fonds dans la transition verte.

Pour y parvenir, **Febelfin soutient l'idée d'élargir la base des investisseurs européens**. Pour renforcer efficacement la participation des investisseurs de l'UE, nous devons travailler sur des voies d'accès simples et rapides aux marchés des capitaux, fournir un cadre réglementaire stable, établir des sources d'information claires et efficaces et améliorer la perception commune de l'investissement.



Par ailleurs, Febelfin plaide – sans pour autant pousser à une dérégulation aveugle – pour **une réforme en profondeur des cadres nationaux dans les États membres, afin de surmonter la fragmentation**. Febelfin propose plusieurs objectifs que les décideurs politiques peuvent envisager. Enfin, **la relance du marché européen de la titrisation** est essentielle pour donner un nouveau souffle à nos marchés de capitaux.

La dynamique actuelle des marchés de capitaux dans l'UE

Les défis communs auxquels nous sommes confrontés requièrent d'importants volumes de capitaux. Pour donner une idée des besoins prévus, on estime que l'Europe aura besoin d'environ 1 000 milliards d'euros d'investissements supplémentaires par an, ne serait-ce que pour atteindre les objectifs de développement durable, financer la transition numérique et mettre en œuvre efficacement les stratégies de défense au sein de l'UE¹. Or, ces ressources devront être fournies par le secteur bancaire, ainsi que par les investisseurs, par l'intermédiaire des marchés de capitaux.

Le projet de l'UMC promet d'être particulièrement avantageux pour l'UE : il offrira des sources de financement plus diversifiées aux entreprises (en particulier aux PME, aux start-ups et aux grandes entreprises) et de nouvelles possibilités d'investissement pour les citoyens ; il renforcera la position financière de l'UE à l'échelle mondiale ; il produira un environnement plus homogène favorisant la concurrence ; et il constituera même une nouvelle protection contre les chocs systémiques. Tous les États membres de l'UE seront gagnants : les pays dotés de petits marchés et d'un fort potentiel de croissance accéderont plus facilement aux capitaux. Et les marchés plus établis bénéficieront d'opportunités d'investissement supplémentaires et d'économies plus solides au sein de l'Union.

Mais si les avantages sont aussi évidents, on est en droit de se demander quels facteurs ont pu entraver une intégration effective des marchés de capitaux de l'UE. Selon nous, la réponse réside dans la complexité de l'UMC et dans le fait qu'il n'existe pas de « solution miracle ». La concrétisation d'une véritable UMC ne se limite pas à la réglementation du secteur financier : elle nécessite une réforme en profondeur des cadres nationaux des États membres et, ne l'oublions pas, un environnement compétitif au sein de l'UE. Si l'UE manque de compétitivité, et donc de rendement, les investisseurs continueront à canaliser leurs fonds disponibles vers des économies plus performantes. À notre sens, il manque en outre une cause commune regroupant les efforts à fournir, à laquelle les États membres pourraient se rallier. Un sentiment partagé d'appartenance nous semble nécessaire pour élargir la base des investisseurs européens et surmonter la fragmentation. De même, le marché européen de la titrisation doit être relancé pour donner plus d'oxygène à nos marchés de capitaux.

La volonté de concrétisation de l'UMC ne doit assurément pas être confondue avec une volonté de déréglementation aveugle. Les marchés financiers peuvent se développer naturellement, en toute sécurité, si les conditions adéquates sont créées. D'autant plus que le cadre de la gestion des risques a progressé depuis la crise financière mondiale de 2008. Les institutions financières sont parvenues à internaliser les risques et à accumuler les réserves de capitaux nécessaires. Et, pour faire face aux défis à venir, il existe désormais des mécanismes de surveillance plus puissants.

¹ Comme le mentionne le « Rapport Noyer » <https://www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/b3ffec15-7ff9-4d6e-a3e0-4b634958f898/files/0f68a9a0-2f79-4cde-aa2a-1aafab7db11e>

Febelfin reconnaît que les effets de certaines initiatives législatives récentes de l'UE² ne se sont pas encore concrétisés. Les bénéfices de ces initiatives devraient se faire sentir au cours des deux prochaines années et, si nécessaire, il faudra procéder à des ajustements ciblés. Dans le même temps, les institutions de l'UE doivent se focaliser sur la mise en œuvre effective des règles et réglementations existantes, plutôt que sur le développement de nouvelles initiatives législatives, et sur la poursuite de la convergence en matière de surveillance.

Élargir la base des investisseurs européens

Pour accroître la taille et la liquidité des marchés de capitaux au sein de l'UE, il est nécessaire de disposer d'infrastructures de marché performantes, mais aussi d'un vivier d'investisseurs. Or aujourd'hui, nous manquons – directement et indirectement – de la participation des petits investisseurs. Dans ce contexte, Febelfin souligne que les bénéficiaires ultimes de la majeure partie des investissements, voire de leur totalité, sont les ménages. Souvent, les investisseurs institutionnels (par exemple, les fonds de pension) mettent en commun les ressources de multiples ménages, ce qui sert en fin de compte leurs intérêts. Les avantages de l'investissement pour les ménages sont nombreux, en particulier lorsqu'ils commencent à un âge précoce, avec un horizon d'investissement à long terme. Les émetteurs européens bénéficieront également du fait que leurs clients deviennent aussi investisseurs, ce qui créera des liquidités supplémentaires et renforcera la notoriété de leurs marques. Il est également important qu'un plus grand nombre de personnes s'engagent sur les marchés de capitaux, en raison des effets de réseau positifs qui se produisent sur ces derniers, et plus particulièrement sur les bourses. En effet, plus de personnes les utilisent, plus leurs avantages augmentent³.

Pour Febelfin, il est possible d'accroître la participation des petits investisseurs en procédant à quatre changements stratégiques. Le premier objectif doit être d'améliorer l'accès des investisseurs aux marchés des capitaux. Développer des voies simples et rapides vers l'investissement, basées sur une expérience client transparente et des conseils pertinents, peut constituer un moyen de donner aux citoyens une première expérience de l'investissement et de les familiariser avec les marchés de capitaux. Pour atteindre cet objectif, différentes idées circulent autour d'un produit d'investissement à long terme dans l'UE. Nous recommandons de créer une « catégorie de produits d'épargne » ou un « label européen » auquel des produits existants pourraient se conformer. Cela permettrait aux acteurs du marché d'exploiter la valeur de l'offre diversifiée qui existe à l'heure actuelle. L'accent doit être mis sur la réorientation des capitaux vers des plans d'épargne à long terme au moyen de régimes d'épargne fiscalement avantageux – y compris des exonérations sur les plus-values, les revenus et les droits de succession – afin de promouvoir l'investissement dans les entreprises européennes et la diversification des actifs, dans le but d'équilibrer le risque avec leur horizon d'investissement.

² Entre autres : ESAP, ELTIF, Législation sur la cotation, MiFIR II.

³ Di Noia, C. (2001). Competition and Integration among Stock Exchanges in Europe: Network Effects, Implicit Mergers and Remote Access.

Un deuxième élément permettant de favoriser l'investissement à long terme est de garantir un cadre réglementaire stable offrant aux investisseurs une certitude à long terme. La meilleure façon d'inciter les citoyens de l'UE à investir à long terme est de ne pas changer les règles du jeu tous les deux ans.

Notre troisième recommandation est de mettre en place des sources d'information claires et efficaces pour tous les investisseurs, y compris les petits investisseurs. Pour un investisseur cherchant à investir dans des actifs émis dans un autre pays, l'une des principales difficultés consiste à collecter des informations adéquates et fiables sur l'investissement lui-même et sur le cadre juridique, réglementaire, opérationnel et fiscal de cet investissement. Au sein de l'UE, cette difficulté est multipliée par la réalité des 27 États membres – chacun ayant ses propres cadres. Le point d'accès unique européen (ESAP) et la bande consolidée (*Consolidated Tape*) constitueront des étapes importantes pour relever le défi des données, mais ces éléments ne seront pas suffisants. Le champ d'application de l'ESAP est limité et ne fournit pas l'ensemble des données fondamentales sur les marchés des capitaux qui sont nécessaires pour réaliser un investissement. Les données fournies par l'ESAP doivent être élargies, de sorte que l'ESAP devienne la source d'informations publiques de référence pour, par exemple, les événements liés à l'action d'une société sur un titre. Le système EDGAR⁴ en vigueur aux États-Unis constitue à ce titre un exemple.

Notre dernière recommandation est de travailler à l'amélioration de la perception commune de l'investissement. Nous manquons d'une véritable culture de l'investissement. Bien que tout investissement soit accompagné de manière inhérente d'un certain niveau de risque et de responsabilité, cela est globalement positif, car les bénéfices potentiels sont souvent proportionnels et l'emportent sur le risque lié à l'absence d'investissement. Il s'agit donc de s'efforcer d'adopter une approche réfléchie de la prise de risque, tant dans le discours des responsables politiques que dans la réglementation. La législation européenne relative aux petits investisseurs vise souvent à les orienter vers des produits moins complexes et/ou moins risqués. Notre objectif est de parvenir à un alignement équilibré entre la tolérance au risque des consommateurs et leurs objectifs d'investissement. Un deuxième élément permettant de stimuler notre culture de l'investissement serait de promouvoir plus intensément la notion de propriété en matière d'investissement. En investissant dans une entreprise ou un fonds, les citoyens de l'UE ont le pouvoir d'orienter efficacement leur argent vers des objectifs qui correspondent à leurs valeurs personnelles. Nous soutenons pleinement les efforts visant à faire prendre conscience aux investisseurs du fait qu'ils ont la possibilité d'influencer l'économie dans le sens de la concrétisation des critères ESG. Ce point est d'autant plus important que de plus en plus de personnes se mettent à investir, et mesurent par là même leur capacité collective à conduire un changement significatif.

⁴ Aux États-Unis, la SEC a lancé l'Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval. EDGAR automatise la collecte, la validation, l'indexation, l'acceptation et la transmission des données soumises par les entités réglementées qui sont légalement tenues de divulguer ces informations. Ce système constitue un point d'accès au niveau fédéral pour les utilisateurs, offrant des informations répertoriées qui sont souvent lisibles par machine et disponibles gratuitement en ligne.

Surmonter la fragmentation

Les marchés de capitaux de l'UE doivent devenir plus attrayants pour les émetteurs et les investisseurs. Car ils sont difficiles et complexes d'accès, en plus d'être trop petits. L'un des principaux défis de la politique européenne en matière de marchés de capitaux est de surmonter la fragmentation et de créer un véritable marché unique européen des capitaux. Selon nous, cette fragmentation découle en grande partie des frictions causées par les différents cadres nationaux en matière juridique, réglementaire, fiscale et de surveillance. Ces frictions doivent être surmontées par l'adoption d'un règlement unique permettant d'établir un cadre de règles et de réglementations entièrement harmonisé, et par la convergence en matière de surveillance, afin de garantir une mise en application efficace.

Febelfin mesure le fait que les différents paramètres de la fragmentation ne peuvent pas tous être résolus facilement, mais nous exhortons les décideurs politiques à (i) travailler vers des objectifs intermédiaires et (ii) s'efforcer d'harmoniser chaque étape législative.

Les objectifs intermédiaires doivent entre autres inclure une révision des directives sur les droits des actionnaires afin de garantir que les droits des actionnaires peuvent être exécutés de manière simple et directe, tant au niveau national que transfrontalier ; la rationalisation des procédures fiscales et des obligations de déclaration ; l'harmonisation du traitement fiscal des frais d'introduction en bourse⁵ ; et la poursuite de l'harmonisation et de la simplification des règles d'admission à la cote.

Pour parvenir à une harmonisation accrue par le biais du processus législatif, nous proposons de renforcer le programme pour une meilleure réglementation en procédant comme suit : La Commission doit proposer des règlements plutôt que des directives. Ainsi, les États membres ne seront plus en mesure de « surtransposer » les directives. Nous recommandons également que les législateurs de l'UE s'abstiennent de permettre des divergences nationales dans les règlements, par exemple par le biais de régimes d'opt-in ou d'opt-out. Enfin, Febelfin recommande de renforcer le rôle des évaluations de la compétitivité et de les étendre à chaque partie du processus législatif, plutôt que de les limiter à la phase initiale du processus. Ceci peut être accompli en développant une méthodologie robuste et en identifiant des responsables dédiés dans chaque institution pour contrôler les évaluations de la compétitivité.

Une autre exigence essentielle est la nécessité d'une convergence accrue en ce qui concerne les solutions post-négociation. L'UE doit faire des investissements transfrontaliers un objectif stratégique et faciliter les efforts de consolidation (volontaire) des infrastructures des marchés financiers. Les domaines difficiles qui nécessitent une harmonisation réglementaire doivent enfin être abordés, notamment les lois sur l'insolvabilité et les ajustements encore nécessaires au régime post-négociation.

⁵ Par exemple, une mesure fiscale similaire au crédit d'impôt italien « Bonus IPO », qui aide les PME à couvrir les coûts liés à l'introduction en bourse.

Dans ce contexte, le thème d'une surveillance unifiée a été prédominant dans les discussions en cours au sujet de l'UMC. Selon nous, si la fragmentation de la surveillance peut s'avérer sous-optimale, elle n'est pour autant pas le principal facteur de la fragmentation de l'UMC. La convergence de la surveillance est importante, car la fragmentation résultant de la diversité des interprétations locales des réglementations et des pratiques de marché est préjudiciable au développement du marché primaire. Commençons par développer un cadre commun permettant une interprétation et une application unifiées pour les autorités de surveillance (par exemple, définitions, procédures, documentation). Febelfin recommande de contraindre les autorités de surveillance à prendre en compte la « compétitivité » globale du marché au même titre que la protection des intérêts des investisseurs, la transparence du marché et la stabilité financière (à l'instar de ce qui a été fait au Royaume-Uni).

Relancer le marché de la titrisation dans l'UE

Le potentiel de la titrisation dans l'UE est largement sous-exploité. Entre 2007 et 2022, le volume annuel total des émissions d'actifs titrisés en Europe a chuté de 61 %, passant de 407 milliards d'euros à 157 milliards d'euros (même si l'on exclut la part du marché américain couverte par des systèmes de garantie publique, cela représente seulement 12 % des émissions américaines) ; et, en 2023, les émissions européennes représentaient 0,3 % du PIB européen, contre 2,6 % en Australie, 1,4 % au Japon et 0,7 % au Royaume-Uni⁶. La titrisation est devenue un concept controversé à la suite de la crise financière mondiale, mais nous devons souligner que la titrisation est une source très utile et – si elle est mise en place correctement – responsable pour le financement de l'économie réelle, qui n'est pas seulement utilisée par les banques, mais aussi directement par les grandes entreprises.

Contrairement aux affirmations selon lesquelles la titrisation pourrait conduire à une prise de risque plus élevée ou à des critères de prêt moins strictes de la part des banques, la recherche démontre le contraire. Des études publiées par la BCE et la BRI ont montré que les banques ayant recours à la titrisation n'ont pas abaissé leurs critères de prêt plus que les autres institutions pendant la période précédant la crise⁷, mais aussi que les prêts titrisés aux PME italiennes étaient de meilleure qualité que les prêts non titrisés, ce qui indique un effet de sélection positif⁸.

Le marché est désormais très réglementé, ce qui se traduit d'une part par un degré élevé de transparence, mais aussi par le fait que la titrisation n'est plus viable pour de nombreux acteurs du marché. La titrisation est souvent considérée du point de vue des banques, mais en réalité, les

⁶ Noyer (2024), Développer les Marchés de Capitaux européens pour Financer l'Avenir.

<https://www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/b3ffec15-7ff9-4d6e-a3e0-4b634958f898/files/0f68a9a0-2f79-4cde-aa2a-1aafab7db11e>

⁷ Kara, et al. 2015. Securitization lending standards: evidence from the European wholesale loan market. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1362.pdf>

⁸ Kara, et al. 2017. Asymmetric information and the securitization of SME loans. <https://www.bis.org/publ/work601.pdf>

entreprises et les ménages européens pourraient également en tirer profit. Elle offre en effet davantage de possibilités à ceux qui recherchent un financement, qu'il s'agisse d'une entreprise souhaitant se développer ou d'une famille rénovant sa maison.

Pour souligner l'importance de la titrisation pour les PME et la transition verte, nous renvoyons ici au document de travail du Fonds européen d'investissement sur le financement des PME (2022),⁹ qui indique ceci : « *Les PME n'ayant qu'un accès direct limité aux marchés des capitaux, un marché de la titrisation fonctionnant correctement peut leur fournir un accès indirect en transformant les prêts illiquides aux PME en une classe d'actifs présentant une liquidité de marché adéquate* ». Le FEI souligne également l'importance de la titrisation pour la transition verte, en expliquant qu'elle offre un potentiel significatif pour soutenir la transition verte, mais il conclut que pour cela, « *le développement global du marché de la titrisation de l'UE est crucial pour la croissance du segment durable* ».

Au sein de l'UE, les entreprises dépendent aujourd'hui fortement du financement bancaire pour investir et se développer. Et même si les marchés des capitaux sont solides, cette situation ne changera probablement pas. Les banques sont proches de leurs clients et examinent chaque demande de prêt avec diligence, expérience et une importante quantité d'informations. Dans ce contexte, Febelfin est également convaincue du fait que la titrisation peut jouer un rôle décisif dans l'amélioration de la capacité de financement globale du système et dans la capacité de l'UE à maintenir le cap de la transformation économique et de la croissance.

Pour activer la titrisation au sein de l'UE, Febelfin recommande tout d'abord de recalibrer le traitement prudentiel des actifs titrisés. Plus précisément, les charges de capital et les planchers de pondération des risques sur les tranches de crédit « senior » doivent être revus en fonction de leur faible profil de risque. Nous proposons par ailleurs d'améliorer l'éligibilité des tranches « senior » STS en tant que HQLA dans le ratio de liquidité à court terme des banques, et d'améliorer le traitement du capital Solvabilité II pour ré-inciter les assureurs de l'UE à investir dans les titrisations. Enfin, pour réduire les barrières à l'entrée sur le marché, il est nécessaire de rationaliser les modèles d'information de l'AEMF et d'adapter les exigences en matière de vérification diligente.

Les décideurs politiques doivent reconsidérer leur perception de la titrisation de manière pragmatique et impartiale. Une discussion reposant sur les faits est nécessaire pour surmonter les difficultés auxquelles la titrisation est confrontée. Le regain de l'attention portée à l'UMC constitue une occasion idéale de tirer parti de la titrisation en tant qu'outil financier stratégique. En améliorant l'efficacité de l'allocation des capitaux et en renforçant les capacités de financement, la titrisation peut jouer un rôle central dans le renforcement de l'économie de l'UE.

Conclusion

⁹ H. Kraemer-Eis et al. The European Small Business Finance Outlook 2022.
https://www.eif.org/news_centre/publications/eif_working_paper_2022_84.pdf



Febelfin invite les décideurs politiques belges et européens, ainsi que les autorités nationales compétentes, à faire preuve d'ambition et de réalisme au cours des années à venir, en prenant des mesures décisives afin d'élargir la base des investisseurs, de réduire la fragmentation du marché et de relancer le marché de la titrisation.

Febelfin s'engage à poursuivre le dialogue sur ces sujets fondamentaux et à fournir des éléments d'information ciblés pour accompagner ces efforts.