

DÉVELOPPER LES MARCHÉS DE CAPITAUX EUROPEENS POUR FINANCER L'AVENIR

Propositions pour une Union de l'Épargne et de
l'Investissement

Avril 2024

Sommaire

Liste des membres du comité d'experts	3
Synthèse	4
1. Face à des besoins de financements massifs, l'Europe ne peut plus repousser l'approfondissement de ses marchés de capitaux.....	13
1.1. Face à la double transition, verte et numérique, et à un risque de décrochage, l'Europe devra massivement investir dans les années à venir.....	13
1.2. Pour relever ces défis d'investissement, la pleine mobilisation des marchés de capitaux est indispensable	17
1.2.1. Le canal bancaire, déjà dominant en Europe, ne pourra pas faire face aux besoins nouveaux	17
1.2.2. Le potentiel de financement des marchés de capitaux européens reste largement sous-exploité	19
1.2.3. Dans le même temps, les acteurs financiers européens sont en passe d'être marginalisés au niveau mondial et reculent même sur leur propre marché	28
1.3. Une nouvelle approche est nécessaire pour permettre aux marchés de capitaux européens de changer d'échelle	29
2. Des produits de long terme sont nécessaires pour mieux orienter l'abondante épargne des Européens vers l'économie européenne	31
2.1. L'Europe génère une épargne abondante mais qui reste mal-allouée et insuffisamment valorisée	31
2.2. Cette mauvaise allocation procède des produits d'épargne et de leur cadre fiscal, qui découragent trop souvent l'investissement de long terme	35
2.3. Aussi est-il recommandé de développer, à partir des meilleures pratiques nationales, des produits de long terme investis en Europe	43
3. Une relance ambitieuse de la titrisation est indispensable.....	47
3.1. La titrisation est un outil indispensable pour allouer efficacement le risque mais elle est sous-développée en Europe.....	47
3.2. La première priorité consiste à corriger rapidement le cadre réglementaire et prudentiel de la titrisation	52
3.3. En complément, une plateforme européenne pour la titrisation pourrait être un outil puissant d'approfondissement des marchés de capitaux.....	57
3.3.1. Comme dans d'autres juridictions, une plateforme de titrisation européenne répondrait à un besoin clé de standardisation	57
3.3.2. Pour atteindre ces objectifs, la plateforme devrait octroyer une garantie européenne de dernier ressort à des titrisations de prêts immobiliers ou PME.....	60

3.3.3. L'impact d'une telle plateforme pour le financement de l'économie, potentiellement massif, devrait être mesuré dans la durée	63
4. Il faut avancer vers une supervision intégrée pour construire un véritable marché unique et garantir la stabilité financière	65
4.1. La fragmentation de la supervision fait peser des coûts importants sur les acteurs financiers et les épargnants européens	65
4.1.1. La supervision financière demeure pour l'essentiel une prérogative nationale.....	65
4.1.2. Cette supervision fragmentée obère le développement des acteurs financiers européens et génère des coûts additionnels pour les épargnants.....	66
4.2. La réforme de la gouvernance et du fonctionnement de l'ESMA s'impose comme un préalable à tout élargissement de ses compétences.....	68
4.2.1. La structure de gouvernance de l'ESMA suscite certaines critiques.....	68
4.2.2. La réforme de la gouvernance et du fonctionnement de l'ESMA pourrait utilement prendre exemple sur des autorités plus récentes, telles que l'AMLA	70
4.3. L'élargissement des pouvoirs de l'ESMA devrait s'effectuer selon des modalités différentes suivant les acteurs et marchés couverts.....	72
4.3.1. Pour les infrastructures de marché transfrontières et systémiques, une supervision obligatoire par l'ESMA est incontournable.....	72
4.3.2. Pour les gestionnaires d'actifs de dimension européenne et leurs fonds, une supervision plus intégrée est également préconisée	76
5. D'ambitieux travaux devront être menés afin de réduire la fragmentation du post-marché au niveau européen.....	78
5.1. Les marchés financiers européens se distinguent par un degré élevé de fragmentation du règlement-livraison	78
5.2. T2S n'a malheureusement pas permis de réduire cette fragmentation.....	83
5.3. Pour réduire cette fragmentation, un apport accru de T2S devra venir compléter des travaux sur la convergence du droit des titres.....	86
5.3.1. Il convient d'abord de renforcer l'attractivité de T2S et lui permettre de remplir d'autres fonctions traditionnellement offertes par les DCT.....	86
5.3.2. A plus long terme, il convient de travailler au développement d'un service de règlement-livraison opéré par T2S sur <i>blockchain</i>	87

Liste des membres du comité d'experts

- ◆ **Christian Noyer**, gouverneur honoraire de la Banque de France (président)
- ◆ **Delphine d'Amarzit**, directrice générale d'Euronext Paris et membre du directoire d'Euronext
- ◆ **Nicolas Calcoen**, directeur général délégué d'Amundi
- ◆ **Frédéric de Courtois**, directeur général adjoint du groupe Axa
- ◆ **Mohamed Kallala**, responsable des métiers de Natixis Corporate & Investment Banking et membre du comité de direction générale de Natixis
- ◆ **Bertrand de Mazières**, conseiller spécial de la Présidente de la Banque européenne d'investissement (BEI)
- ◆ **Robert Ophèle**, ancien président de l'Autorité des marchés financiers (AMF) et président actuel de l'Autorité des normes comptables (ANC)
- ◆ **Anne Pointet**, directrice générale adjointe de la Banque privée de BNP Paribas

Rapporteurs : Sébastien Piednoir et Florian Surre

Synthèse

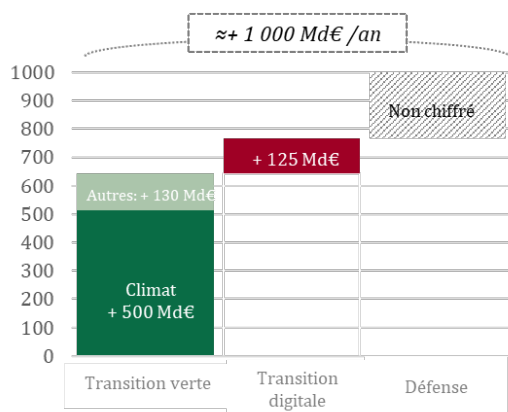
Le 8 janvier 2024, le ministre Bruno Le Maire a confié à un comité d'experts¹ présidé par Christian Noyer la mission de formuler des propositions concrètes pour relancer l'Union des marchés de capitaux. Associant des experts issus des secteurs privé et public, le comité a mené de larges consultations, à travers toute l'Europe. Il ressort de ces travaux un constat d'urgence (1) et quatre recommandations transformatrices (2 à 5).

1. Face à des besoins de financements massifs, l'Europe ne peut plus repousser l'approfondissement de ses marchés de capitaux.

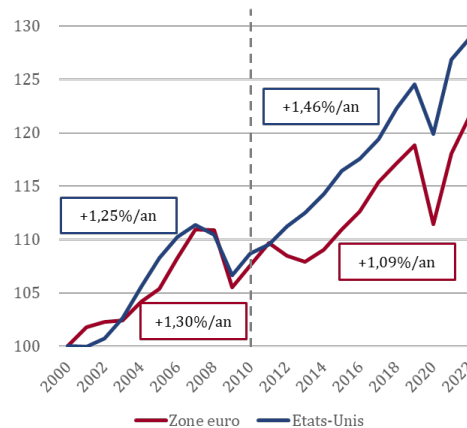
Elle devra en effet massivement investir d'ici 2030, vraisemblablement près de **1 000 Md€ de plus chaque année**. La transition verte impliquera à elle seule un besoin d'investissements annuels supplémentaires de près de 700 Md€, tandis que la transition digitale pourrait requérir 125 Md€ et que d'autres besoins massifs émergent dans le domaine de la défense.

Surtout, au-delà des besoins sectoriels, l'Europe devra investir pour **enrayer son décrochage économique par rapport aux Etats-Unis**. En effet, depuis la grande crise financière, la croissance de la zone euro décroche, essentiellement du fait d'un sous-investissement chronique dans le capital physique et l'innovation.

Besoins d'investissement supplémentaires à horizon 2030



Evolution du PIB par habitant aux Etats-Unis et en zone euro

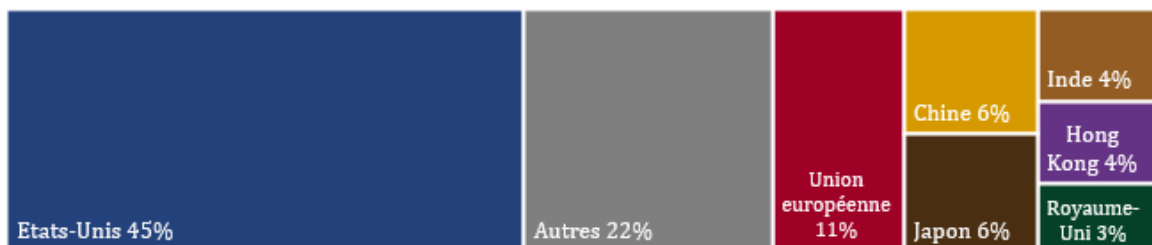


Or, **ni les budgets publics ni les bilans bancaires ne pourront financer cet effort d'investissement**. Le canal bancaire, déjà dominant en Europe, tend même à se réduire, alors qu'il fait face à des contraintes de capital croissantes.

¹ Ce comité était composé de Robert Ophèle, ancien président de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) et actuel président de l'Autorité des Normes Comptables (ANC), Delphine d'Amarzit, CEO d'Euronext Paris et membre du conseil d'administration d'Euronext, Nicolas Calcoen, Directeur Général Délégué d'Amundi, Anne Pointet, Directrice Générale Déléguée de BNP Paribas Wealth Management, Frédéric de Courtois, Directeur Général Délégué d'AXA, Bertrand de Mazières, conseiller spécial auprès du Président de la Banque Européenne d'Investissement (BEI), Mohamed Kallala, Global Head de Natixis CIB. Les analyses et les recommandations ont été élaborées par consensus. Par conséquent, chaque point de vue exprimé dans ce rapport ne reflète pas nécessairement les positions de tous les membres du comité d'experts et de leurs employeurs.

Aussi le **sous-développement des marchés de capitaux européens** n'est-il plus tenable. Ce potentiel inexploité s'explique par une base d'investisseurs plus petite et une structure plus fragmentée. Pour rejoindre le niveau des autres grandes économies, la taille des marchés d'actions de l'Union devrait augmenter de 60 %. Moins profonds, les marchés européens sont également moins liquides, en particulier sur le segment « *small caps* » qui connaît des volumes moyens quotidiens de transaction deux fois supérieurs aux Etats-Unis. Au-delà des actions cotées, le retard européen s'observe aussi sur le segment obligataire et sur les marchés privés. En conséquence, les entreprises européennes font face à un coût du capital plus élevé et certaines sont tentées de se tourner vers les Etats-Unis pour leur levée de fonds. Dans le même temps, les acteurs financiers européens voient leurs parts de marché diminuer au profit d'acteurs non-européens, non seulement à l'échelle mondiale mais aussi au sein de l'Europe. Cette tendance présente des risques pour l'autonomie stratégique européenne.

Capitalisation boursière mondiale en 2022



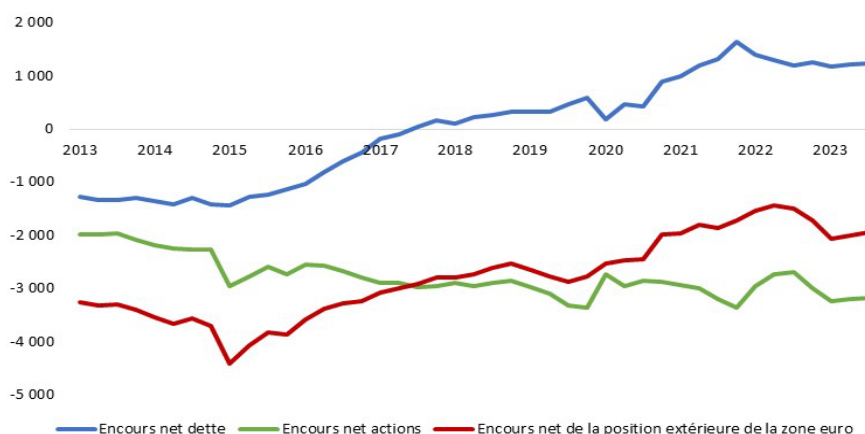
Face à ces constats, une nouvelle approche est nécessaire pour réaliser rapidement et pleinement la mise en œuvre de l'Union des Marchés de Capitaux (UMC). L'intense activité législative de ces dernières années a introduit des mesures utiles mais n'a pas enrayer la tendance de fond. Les réformes les plus transformatrices se sont heurtées à d'importants blocages politiques. Pour les dépasser, il est proposé de se concentrer sur quatre mesures clés.

2. Développer des produits d'épargne européens de long-terme, investis principalement en Europe, est la première étape indispensable pour accroître les flux vers les marchés de capitaux européens : sans une base investisseurs massive, des marchés de capitaux profonds ne pourront pas émerger.

L'Europe génère **une épargne abondante**, qui devrait être un atout pour le financement de son économie. L'épargne financière des ménages au sein de l'Union constitue un gisement de plus de 35 000 Md€, abondé par un des taux d'épargne les plus élevés au monde (13,3 %).

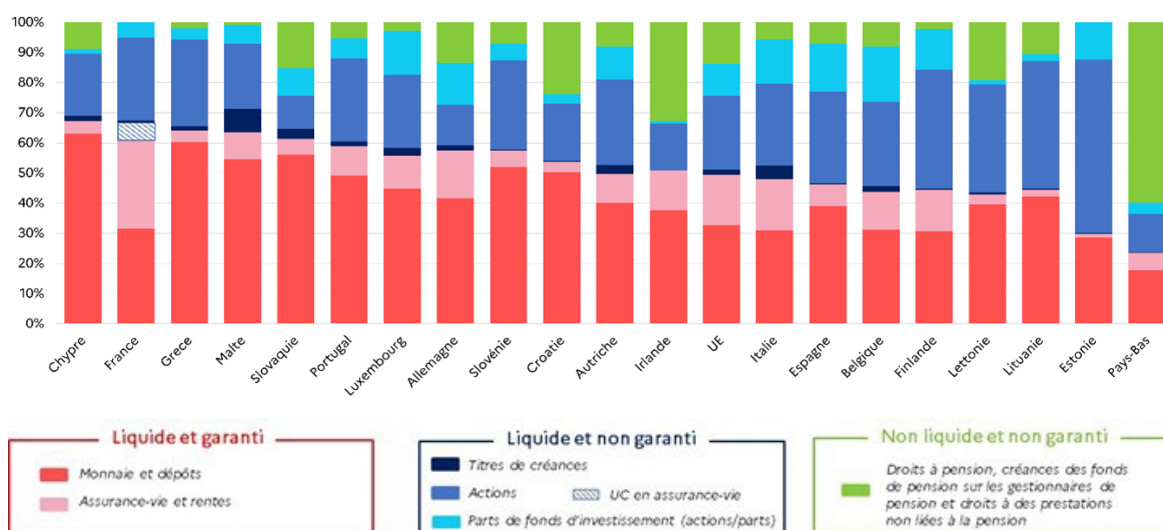
Mais celle-ci est **mal allouée**. L'Europe exporte son épargne via l'acquisition de titres de dette étrangers et importe des financements en fonds propres nécessaires au développement de ses entreprises. Le reste du monde capte ainsi la création de valeur réalisée par les entreprises européennes. Cette mauvaise allocation grève aussi le rendement servi aux épargnants européens, plus faible sur les titres de dette, alors que le vieillissement de la population rend la valorisation de l'épargne plus nécessaire que jamais.

Evolution de la balance des investissements de portefeuille de la zone euro (Md€)



Cette mauvaise allocation procède des **produits d'épargne et de leur cadre fiscal, qui décourage trop souvent l'investissement de long terme**. Les produits proposés aux épargnants européens sont trop souvent liquides et garantis, ce qui contraint nécessairement la part des encours pouvant être allouée à des actifs de long terme, plus risqués mais plus rémunérateurs. Les dépôts bancaires, comptes d'épargne et fonds d'assurance vie garantis et liquides représentent 47% des placements financiers des ménages européens. Pourtant, des produits de long terme existent dans plusieurs pays, tels que le PER et le PEA en France, le *Bertiebsrente* en Allemagne, les fonds de pension aux Pays-Bas, le PIR en Italie et l'ISK en Suède. Mais, ils restent insuffisamment diffusés à l'échelle de l'Union européenne.

Allocation de l'épargne financière des ménages dans la zone euro en 2022



Il est donc recommandé de **développer résolument les produits d'épargne de long terme**. En méthode, l'échec du produit paneuropéen d'épargne-retraite individuelle (PEPP), le foisonnement des produits existants et la spécificité des cadres nationaux invitent à privilégier une approche décentralisée, fondée sur un label. Il reviendrait à chaque Etat volontaire de créer un produit nouveau ou d'adapter les produits existants

pour mettre à disposition des épargnants nationaux un produit labellisé. Un suivi politique et européen de la mise en œuvre du label inciterait aux réformes nationales.

Six principes fondamentaux devraient être consacrés dans les critères du label : (i) un horizon d'investissement long avec des possibilités de déblocage limitées à la retraite et à quelques événements majeurs de la vie, (ii) une exposition au risque sans garantie permanente du capital, (iii) une gestion pilotée par défaut pour assurer des gains sur le long terme, (iv) un rôle clé confié à l'employeur (auto-souscription et co-investissement), (v) un régime fiscal attractif légitimé par (vi) un fléchage des investissements vers des actifs européens (e.g. 80% ou plus). S'ils étaient largement déployés les produits labellisés pourraient permettre de flécher environ 200 Md€ d'investissement de long terme par an.

Plus généralement et au-delà de ce label, il est recommandé de réserver l'octroi d'un traitement fiscal avantageux aux produits fléchés vers l'économie européenne.

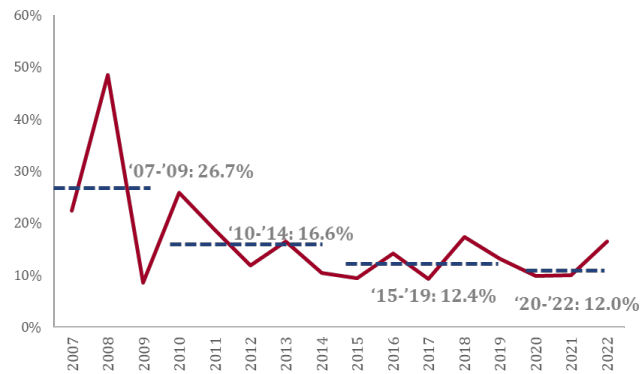
3. La deuxième proposition clé consiste à relancer enfin le marché de la titrisation, pour adosser la capacité de prêts des banques européennes à des marchés de capitaux profonds.

La titrisation est **un outil indispensable pour le financement de l'économie**. Elle permet d'allouer efficacement le risque aux investisseurs les mieux à même de le porter. Comme les covered bonds, la titrisation peut remplir une fonction de refinancement. Mais, contrairement aux *covered bonds*, elle peut remplir également une fonction de déconsolidation du risque, qui permet d'accroître le volume de prêts à capitaux constants. Aussi un consensus politique de plus en plus large se dégage-t-il pour reconnaître le rôle clé que la titrisation a vocation à jouer, ce dont témoignent notamment les déclarations convergentes de l'Eurogroupe et du Conseil des gouverneurs de la BCE en mars 2024.

Contrairement à ce que pourrait laisser suggérer **un stigma persistant**, les actifs titrisés émis en Europe ont démontré leur **résilience sur longue période**. La crise de 2008 procédait de mauvaises pratiques d'origination des crédits immobiliers aux Etats-Unis et non pas de problèmes affectant la titrisation en Europe. Aussi les taux de défaut observés en Europe se sont-ils maintenus à un niveau très faible.

Malgré cet historique, **le marché de la titrisation s'est effondré en Europe**, en particulier sur le segment des émissions publiques et physiques. Entre 2007 et 2022, les volumes totaux d'émissions annuelles d'actifs titrisés sont passés 407 à 157 Md€ soit une baisse de 61%. Surtout, la part de ces émissions placées publiquement a connu une baisse encore plus rapide (- 80 %), signe de l'assèchement de la liquidité sur le marché. A l'inverse, le marché américain et d'autres marchés internationaux ont repris une dynamique de croissance.

Emissions annuelles d'actifs titrisés en Europe en proportion des émissions annuelles américaines hors agence (2007-2022)



Or ce déclin s'explique bien, pour une large part, par le cadre réglementaire et prudentiel mis en œuvre en Europe. L'abondante liquidité offerte par les banques centrales sur la décennie 2010 a certes pu réduire le besoin de recourir à la titrisation mais ce phénomène s'observe aussi dans d'autres juridictions n'ayant pas connu ce déclin. Les *covered bonds* ne suppriment pas non plus le besoin de la titrisation, les deux outils étant complémentaires. En réalité, l'Europe a mis en œuvre un cadre beaucoup plus restrictif que les autres juridictions, en particulier les Etats-Unis. Elle a utilement proscrit les pratiques de titrisation potentiellement nocives (re titrisation, titrisation sans rétention notamment) mais elle a maintenu une pénalisation prudentielle forte, calibrée sur des pratiques qui n'ont plus cours.

Dans ce contexte, il est impératif de **corriger rapidement le cadre réglementaire et prudentiel de la titrisation**. La première priorité doit être de restaurer la base d'investisseurs, en corrigeant le cadre prudentiel applicable aux assureurs et en étendant l'éligibilité des actifs titrisés aux coussins bancaires de liquidité (LCR). La deuxième priorité consiste à simplifier les règles de transparence pour faciliter à la fois l'émission et l'acquisition d'actifs titrisés, notamment via un allègement du contenu et une meilleure délimitation du champ des *disclosure templates* de l'ESMA. Enfin, le cadre prudentiel bancaire doit être corrigé (not. rééquilibrage du *p-factor*), même si cela implique une déviation par rapport aux règles bâloises, ce que d'autres grandes économies, les Etats-Unis au premier chef, font déjà et continueront à faire. Toutes ces mesures réglementaires et prudentielles sont aujourd'hui bien identifiées et beaucoup font consensus. Seul manque un calendrier de mise en œuvre rapide.

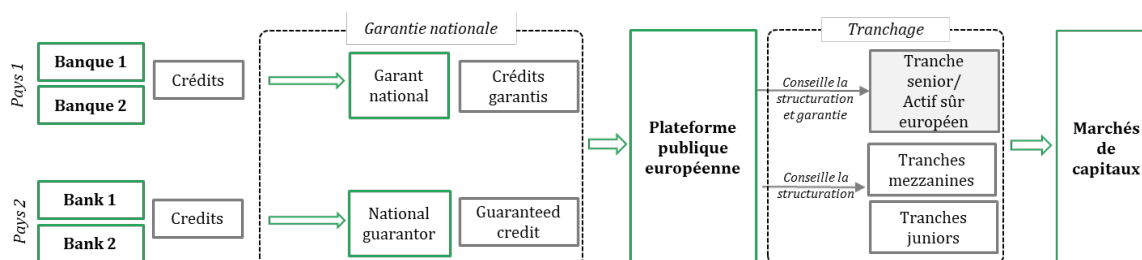
En complément de ces mesures réglementaires et prudentielles, **une plateforme européenne pour la titrisation** pourrait être un outil puissant d'approfondissement des marchés de capitaux. Les Etats-Unis, le Canada et le Japon ont mis en œuvre de longue date des plateformes communes d'émissions et de garantie de titrisations immobilières. L'Italie opère également un dispositif dédié aux prêts non performants (GACS).

En Europe, une telle plateforme permettrait l'émergence d'un marché de référence, profond et liquide, pour les titrisations publiques. Du côté de la demande d'actifs titrisés, une plateforme commune répondrait à un triple besoin de standardisation, de massification et de transparence. Du côté de l'offre, la plateforme offrirait une mutualisation des coûts de structuration, au bénéfice des plus petites banques. Au-delà du marché de la titrisation, cette plateforme permettrait de créer un nouvel actif sûr

commun, au bénéfice de l'efficacité, de l'attractivité internationale et de la profondeur des marchés européens.

La garantie accordée par la plateforme devrait être structurée de façon à **exclure tout transfert entre Etats membres et engagement de ressources budgétaires**. La garantie serait tarifée proportionnellement au risque pris par le garant. Il est par ailleurs recommandé de cibler une classe d'actifs homogène et peu risquée, celle des prêts résidentiels, en s'appuyant le cas échéant sur des mécanismes de garantie nationaux. La plateforme serait créée par l'Union européenne ou un ensemble d'Etat membres volontaires.

Proposition de plateforme commune de titrisation



Après une période de montée en charge, cette plateforme pourrait permettre **une augmentation de la capacité de prêts aux entreprises de 25 % (≈ 1 500 Md€)**. La réallocation du capital bancaire au profit de prêts à l'économie réelle serait garantie par le suivi d'indicateurs simples, en contrepartie de l'accès à la plateforme.

4. La troisième proposition est d'avancer vers une supervision intégrée des activités sur les marchés de capitaux, afin de construire un véritable marché unique et de mieux garantir la stabilité financière.

Un véritable marché unique ne peut s'accommoder d'une supervision fragmentée. L'architecture actuelle de supervision pèse tant sur la protection des investisseurs et de la stabilité financière que sur les coûts de conformité et *in fine* la compétitivité des acteurs financiers européens. Elle nourrit aussi une forme de défiance et dans certains cas des mesures protectionnistes vis-à-vis des acteurs ou produits supervisés par des autorités étrangères.

Un cadre réglementaire unique, mis en œuvre de manière cohérente à travers l'UE, est donc indispensable pour lutter contre la fragmentation qui entrave actuellement les opérations transfrontières. D'importants efforts d'harmonisation réglementaire ont été mis en œuvre mais l'ESMA ne dispose que de pouvoirs limités, sans commune mesure avec ceux de la SEC aux Etats-Unis ou même du SSM dans le domaine bancaire en Europe. Par conséquent, un certain nombre d'institutions financières européennes (par exemple les gestionnaires d'actifs, et les opérateurs de plateformes de négociation) sont actuellement supervisées en tant qu'entités individuelles sans prendre en compte leur affiliation à un groupe européen. Elles sont alors confrontées à de nombreuses obligations, parfois redondantes, émanant des différentes autorités nationales. Une reconnaissance de leur appartenance à un groupe européen leur permettrait de bénéficier d'économies d'échelle substantielles et d'un renforcement de leur compétitivité.

Pour avancer, la **réforme de la gouvernance et du fonctionnement de l'ESMA** est indispensable. Elle constitue un prérequis au passage d'un statut de « superviseur des superviseurs » à celui de véritable superviseur direct. Suivant l'exemple le plus récent de lancement d'une nouvelle autorité de supervision (AMLA), il est proposé de créer un conseil exécutif composé d'un nombre restreint de membres permanents, afin de gagner en agilité dans la prise des décisions de supervision. Pour certaines activités de supervision, des équipes mixtes (joint supervisory teams - JST) permettraient de capitaliser sur l'expertise existant au niveau national.

Ainsi réformée, l'ESMA pourrait se voir confier des compétences nouvelles de supervision qu'elle obtiendrait selon les cas par dévolution obligatoire ou volontaire.

Pour les chambres de compensation (CCP) et les dépositaires centraux de titres (DCT) à la dimension transfrontière et systémique la plus importante, ainsi que pour les opérateurs de plateformes de négociation les plus importants et transfrontières, une supervision obligatoire à l'échelle européenne est incontournable.

Pour les gestionnaires d'actifs de dimension européenne, la reconnaissance de la notion de groupe s'accompagnerait d'une supervision intégrée. Par défaut, celle-ci prendrait la forme de collèges de superviseurs obligatoires, rassemblant les autorités nationales pertinentes sous la direction de l'ESMA. Les gestionnaires d'actifs européens devraient également se voir offrir le droit de choisir volontairement une supervision directe par l'ESMA, à travers une modalité d'opt-in. Si elle était mise en œuvre efficacement, elle permettrait une supervision moins fragmentée, au bénéfice de la compétitivité des acteurs européens. L'*opt-in* serait conçu comme un 28^{ème} régime, dans lequel l'agrément et la supervision seraient directement confiés à l'ESMA et exercés via des JST, au sein d'un cadre intégré. Cet *opt-in* serait également accessible aux produits : ainsi, pour les fonds d'investissement, il permettrait une commercialisation transfrontière directe sans intervention des autorités nationales (y compris en matière de documentation commerciale). En parallèle, les gestionnaires d'actifs demeureraient en mesure de maintenir d'autres fonds d'investissement sous des régimes nationaux. Enfin, cette modalité d'*opt-in* devrait également être ouverte aux infrastructures de marchés non soumises à une supervision obligatoire par l'ESMA.

De surcroît, un réel pouvoir de « no-action letter » devrait être conféré à cette autorité lorsque certaines règles apparaissent manifestement inapplicables au regard de l'évolution des circonstances de marché ou de considérations de stabilité financière. Un mandat additionnel en faveur de la compétitivité pourrait aussi utilement contribuer à renforcer l'efficacité et la proportionnalité des interventions de l'ESMA.

5. Enfin à plus long terme, le comité recommande d'envisager des mesures ambitieuses pour résorber la fragmentation du règlement-livraison.

Le paysage des infrastructures de marché est plus fragmenté en Europe qu'aux Etats-Unis, essentiellement en raison de la multiplicité des dépositaires centraux de titres (DCT – un seul aux Etats-Unis et 28 en Europe). Les DCT conservent un ancrage essentiellement national, pour des raisons de souveraineté (préférence des émetteurs souverains pour un DCT supervisé nationalement), de non-harmonisation du droit des titres et d'intégration verticale des infrastructures de marché.

Cette fragmentation a un impact direct sur **les coûts de transaction** acquittés par les investisseurs européens. Selon les rares données disponibles, le coût du règlement-

livraison reste très variable entre DCT européens. La fragmentation se traduit aussi par des coûts de conservation plus élevés ce qui décourage les investissements transfrontières. Les coûts moyens en Europe sont également plus élevés qu'aux Etats-Unis, ce qui rend nos marchés moins attractifs pour les investisseurs internationaux.

En dépit de ses apports en matière de facilitation du règlement-livraison des transactions financières en monnaie de banque centrale, **la plateforme technique européenne de règlement-livraison Target-2 Securities (T2S)** n'a pas permis de régler totalement le problème de la fragmentation du règlement-livraison dans l'Union européenne. Cette plateforme, lancée en 2015 par l'Eurosysteme, n'est pas devenue un nœud d'interopérabilité au service des transactions transfrontières, mais un outil d'externalisation de certaines tâches techniques, utilisé essentiellement à des fins nationales.

Aussi est-il recommandé de travailler à la convergence du droit des titres dans l'Union européenne, ce qui pourrait conduire à une consolidation des DCT au niveau européen. De surcroît, deux réformes cumulables de T2S devraient être mises en œuvre. Premièrement, il faut reprioriser l'objectif d'intégration européenne assigné à T2S en renforçant son efficacité et son attractivité pour les participants de marché, et en élargissant ses prérogatives à d'autres fonctions assurées par les DCT. Deuxièmement, des travaux de plus long terme pourraient être lancés pour permettre à T2S de proposer le règlement d'instruments financiers sur DLT (blockchain).

*

Ensembles, ces quatre mesures promettent un changement d'échelle des marchés de capitaux européens. Alors que l'urgence d'agir ne peut désormais plus être contestée, ce comité forme le vœu que l'élan politique naissant en faveur d'une Union de l'Épargne et de l'Investissement permette à toutes les parties prenantes de rapidement préciser, adopter et mettre en œuvre ces mesures transformatrices.

Le 8 janvier 2024, le ministre Bruno Le Maire a confié à un comité d'experts présidé par Christian Noyer la mission de formuler des propositions concrètes pour relancer l'Union des marchés de capitaux. Associant des experts issus des secteurs privé et public, le comité a mené de larges consultations, à travers toute l'Europe. Il ressort de ces travaux un constat d'urgence (1) et quatre recommandations transformatrices (2 à 5).

1. Face à des besoins de financements massifs, l'Europe ne peut plus repousser l'approfondissement de ses marchés de capitaux

1.1. Face à la double transition, verte et numérique, et à un risque de décrochage, l'Europe devra massivement investir dans les années à venir

L'atteinte des objectifs environnementaux de l'Europe impliquera à elle seule un besoin d'investissements annuels supplémentaires de près de 700 Md€, à horizon 2030.

L'Union européenne s'est fixée l'objectif ambitieux de réduire de 55% ses émissions de gaz à effet de serre à horizon 2030 (*Fit for 55*). Pour atteindre ce rythme de décarbonation, la Commission européenne estime² que 1 241 Md€ devront être investis annuellement sur la décennie 2020-2030 (cf. graphique 1). Ainsi, l'Union devra investir chaque année 477 Md€ de plus que ce qu'elle investissait en moyenne annuellement sur la décennie précédente, soit une hausse de l'effort d'investissement de +62 %. Les besoins d'investissements concerneront l'ensemble du tissu économique européen : le secteur des transports continuera de représenter plus de la moitié des investissements mais les besoins énergétiques progresseront le plus rapidement (+127 %).

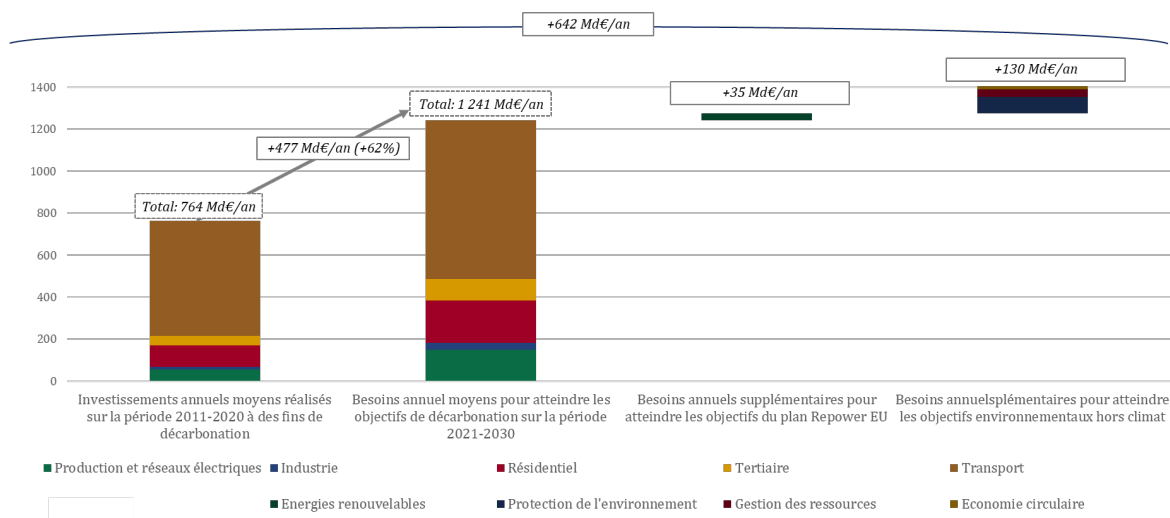
De surcroît, si l'Union européenne entend défendre son autonomie dans la transition vers la neutralité carbone, des investissements supplémentaires devront être consentis dans la production électrique et dans plusieurs domaines industriels clés. Les besoins de financement associés aux objectifs du plan *Repower EU* sont estimés à +35 Md€ par an. Dans le contexte de l'examen du *Net Zero Industry Act*, la Commission a estimé que l'accroissement des capacités de production et des parts de marché de l'Europe sur huit technologies stratégiques³ impliquerait des investissements totaux de 13 Md€/an.

D'autres défis environnementaux devront également être relevés, en même temps que celui de la décarbonation. Ils incluent notamment la préservation de la biodiversité, la lutte contre la pollution et la transition vers une économie circulaire. La Commission estime les besoins d'investissements supplémentaires associés à 130 Md€/an sur la décennie 2030. Au total, l'Europe devra accroître son effort d'investissement d'au moins 642 Md€/an pour réussir sa transition verte.

2 Commission staff working document, Investment needs assessment and funding availabilities to strengthen EU's Net-Zero technology manufacturing capacity, March 2023 ([lien](#))

3 Énergie solaire, éoliennes, batteries, pompe à chaleur et géotherme, électrolyseurs, biofioul, capture du carbone, réseaux ([lien](#))

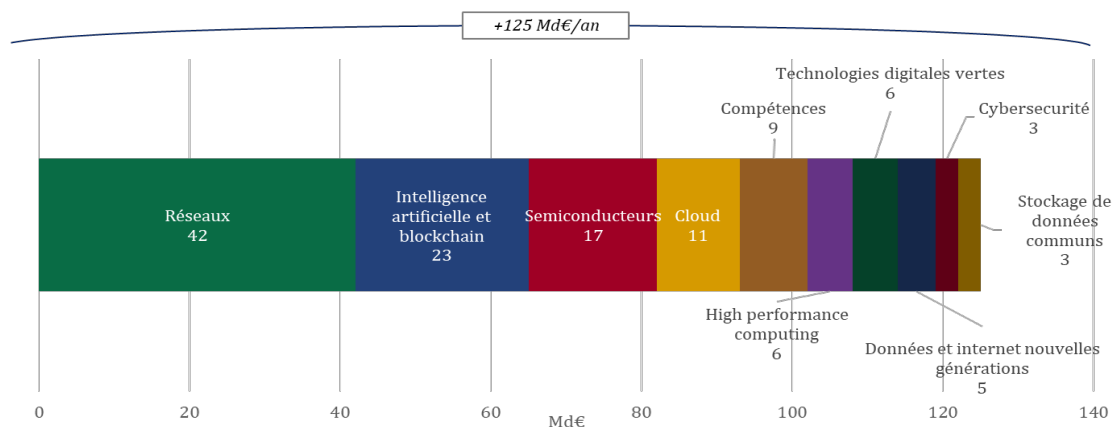
Graphique 1 : Besoins d'investissements supplémentaires pour la transition verte de l'Europe



Source : Commission européenne, 2023 ([lien](#))

A ces besoins environnementaux s'ajoutent ceux liés à la transition numérique. En 2020, la Commission européenne les a estimés à 125 Md€ de plus par an, en faisant l'hypothèse d'un effort d'investissement égal aux niveaux observés en Chine et aux Etats-Unis sur un ensemble de technologies digitales clés (cf. graphique 2).

Graphique 2 : Besoins d'investissements supplémentaires pour la numérisation de l'économie européenne



Source : Commission européenne, 2020 ([lien](#))

Dans le même temps, le retour de la guerre aux portes de l'Union européenne induit des besoins d'investissements importants dans notre base industrielle et technologique de défense. De 1999 à 2021⁴, les dépenses de défense de l'Europe ont progressé de seulement 20 % contre 66 % pour les Etats-Unis, 292 % pour la Russie et 592 % pour la Chine. Depuis l'invasion russe en Ukraine, les Etats européens se sont engagés à accroître significativement leurs efforts d'investissement. Pour être mis en œuvre, ces investissements publics impliquent toutefois un passage à l'échelle de l'ensemble de

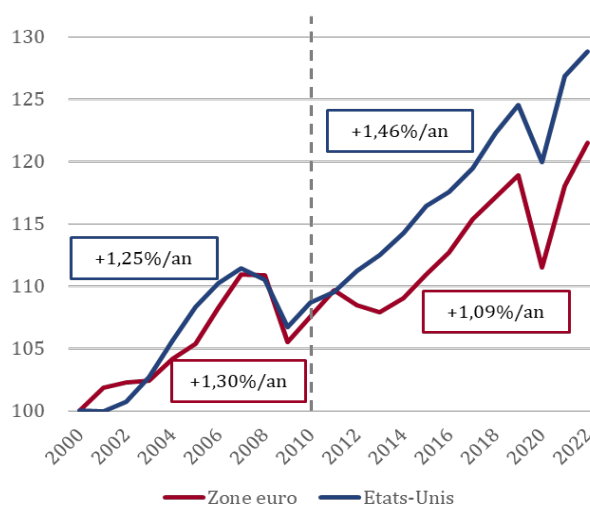
4 Joint communication to the European parliament, the European Council, the Council, the European economic and social committee and the committee of the regions on the defense investment gaps analysis and way forward, May 2022 ([lien](#))

l'industrie de défense. Ce secteur composé de contractants de premier niveau et d'un tissu dense de petites et moyennes entreprises représentait en 2022 84 Md€ de chiffres d'affaires et 315 000 emplois indirects⁵. L'augmentation des capacités et la résilience des chaînes de production nécessiteront des financements privés importants, en particulier en fonds propres⁶.

Au-delà de ces besoins sectoriels, un sous-investissement chronique dans l'innovation et le capital physique nourrit d'ores et déjà le décrochage de la croissance en Europe.

Depuis la grande crise financière, la croissance de la zone euro décroche par rapport à celle des Etats-Unis (cf. graphique 3). Sur la période 2000-2008, les taux de croissance moyens du PIB par habitant aux Etats-Unis et en zone euro étaient comparables. Mais depuis 2008, la production par habitant a progressé de 1,46 % par an aux Etats-Unis contre seulement 1,09 % par an en zone euro. Les fragilités architecturales de la zone euro ont contribué à une nouvelle récession en 2011-2012 (*double dip recession*). Mais l'écart continue de se creuser depuis lors, la production par habitant aux Etats-Unis ayant mieux résisté durant la crise du Covid.

Graphique 3 : Evolution du PIB par habitant aux Etats-Unis et en zone euro (2000-2022 / €₂₀₁₅)



Source : Banque Mondiale ([lien](#))

A moyen terme, l'écart de dynamique devrait perdurer entre les Etats-Unis et la zone euro : à horizon 2028, le FMI prévoit une croissance moyenne de +1,9 % par an aux Etats-Unis contre +1,4 % en zone euro.

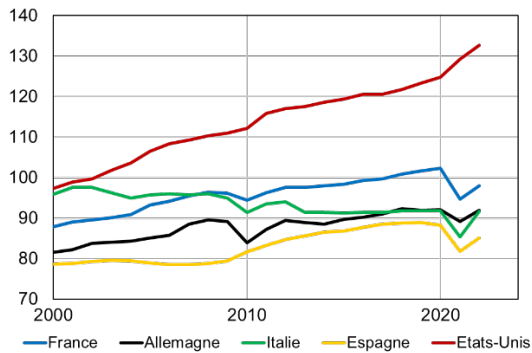
Au-delà des chocs externes, l'écart observé entre les taux de croissance du PIB par habitant de part et d'autre de l'Atlantique s'explique essentiellement par un décrochage de la zone euro sur le plan de la productivité (cf. graphique 4). Selon la direction générale du Trésor, la plus lente progression de la productivité horaire en zone euro contribuerait à hauteur de -0,6 pp à l'écart de croissance du PIB par habitant (à comparer à -0,2 pp pour la structure démographique et +0,4 pp pour le marché du travail⁷).

⁵ Joint communication précitée.

⁶ European Union, Access to equity financing for european defence SMEs, 2023 ([lien](#))

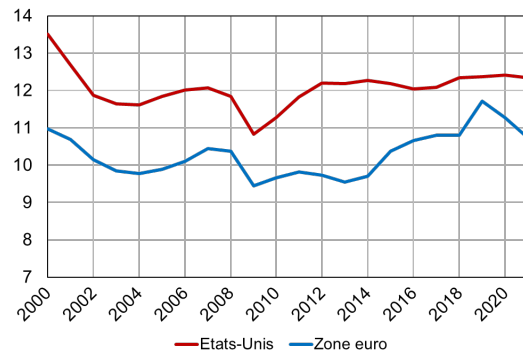
⁷ Taux de chômage, taux d'activité, durée d'activité, heure par travailleur.

Graphique 4 : Evolution de la productivité (PIB/travailleurs – milliers de \$ PPA)



Source : Trésor, 2023

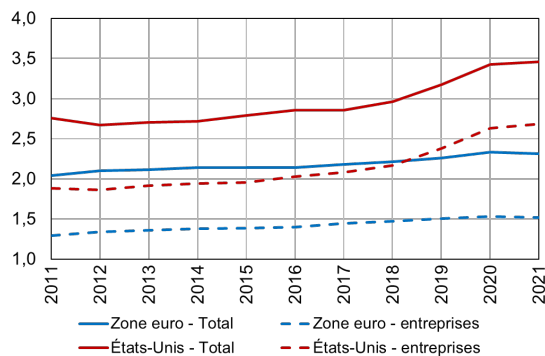
Graphique 5 : taux d'investissement (% du PIB)



Source : Trésor, 2023

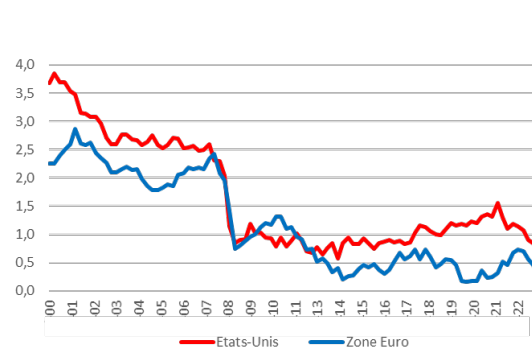
Ce décrochage de la productivité procède notamment d'un sous-investissement chronique dans le capital physique et l'innovation. Depuis 2000, le taux d'investissement en zone euro évolue entre 1 et 2 pp en dessous du taux américain (cf. graphique 5). L'évolution des dépenses de R&D atteste d'un sous-investissement dans l'innovation, en particulier par le secteur privé (cf. graphique 6). L'estimation du taux d'intérêt naturel, qui correspond au prix d'équilibre du capital à écart de production nul, montre un excès d'épargne et un déficit d'investissement en zone euro (cf. graphique 7).

Graphique 6 : Dépenses de R&D (% du PIB)



Source: Trésor, 2023

Graphique 7 : Taux d'intérêt naturel r*



Source: Holston, Laubach, Williams, 2023

1.2. Pour relever ces défis d'investissement, la pleine mobilisation des marchés de capitaux est indispensable

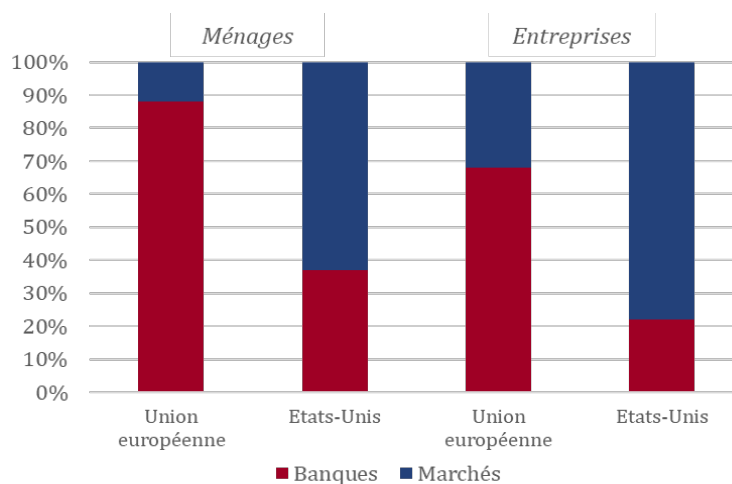
1.2.1. Le canal bancaire, déjà dominant en Europe, ne pourra pas faire face aux besoins nouveaux

Le financement de l'économie européenne est dominé par les banques.

C'est d'abord du point de vue du passif des agents économiques, que la prédominance du financement bancaire s'observe en Europe. La dette des ménages et des entreprises de l'Union est financée respectivement à près de 90 et 70 % auprès des banques contre seulement 40 % et 20 % aux Etats-Unis (cf. graphique 8). Les banques répondent ainsi à l'essentiel des besoins de financement en Europe, tandis qu'aux Etats-Unis les marchés jouent un rôle prépondérant. Il est à noter que le recours au marché n'y est pas exclusif d'une intervention des banques, celles-ci jouant le rôle d'animateur de marché (*market maker*) et originant certains actifs qui y sont échangés, via la titrisation notamment.

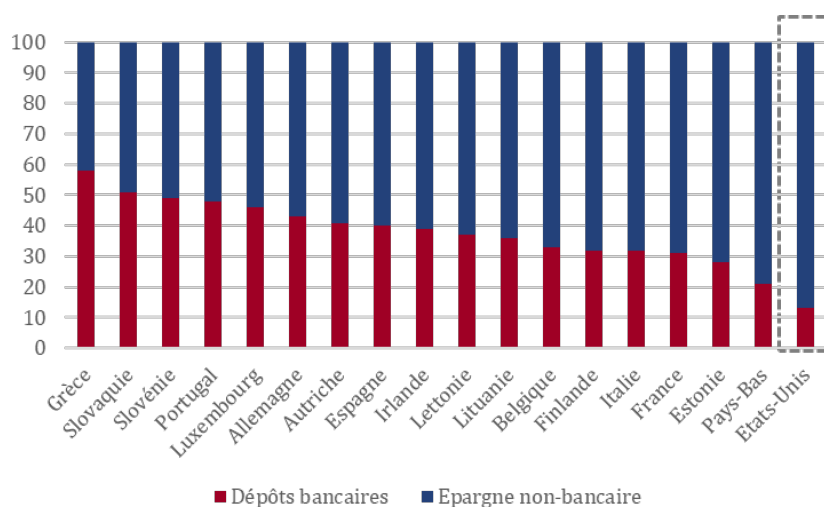
Du point de vue de l'actif des agents économiques, les banques jouent également un rôle plus important en Europe qu'aux Etats-Unis. En 2022, le numéraire et les dépôts bancaires représentaient 13 % des actifs financiers des ménages aux Etats-Unis, 21 % aux Pays-Bas et entre 28 et 58% dans le reste de la zone euro (cf. graphique 9).

Graphique 8 : Part des banques et des marchés dans le financement des ménages et des entreprises (Union européenne et Etats-Unis- 2022)



Source : Oliver Wyman d'après Eurostat, AFME, SIFMA ([lien](#))

Graphique 9 : Part de des banques et des marchés⁹ dans le placement de l'épargne des ménages (zone euro et Etats-Unis – 2022)



Source : OCDE ([lien](#))

Une contrainte de capital limitera nécessairement la capacité des banques à augmenter leurs volumes de prêts. Depuis la crise de 2008, les banques européennes ont été contraintes de renforcer significativement leurs fonds propres. Ce mouvement de hausse continue a permis le passage de leur ratio de solvabilité *Common Equity Tier 1* (CET1) de 6 à 15 % entre 2011 et 2021. Il devrait se poursuivre à moyen terme, avec la transposition complète de Bâle III qui entrera progressivement en application en Europe au cours de la décennie 2020. Ces nouvelles règles incluent en particulier l'introduction d'un *output floor* qui viendra limiter la capacité des banques à réduire leurs charges en capital via le recours à des modèles internes ou à des prêts hypothécaires peu risqués.

Il est à noter que le renforcement des fonds propres des banques européennes s'est principalement opéré au dénominateur. Certaines banques européennes sont certes parvenues à lever ou générer des capitaux additionnels mais pour l'essentiel la hausse du ratio de solvabilité est passée par une réduction du niveau de risque des actifs (*risk weighted assets* – RWA). Ce constat, dressé notamment par le comité de Bâle¹⁰, distingue l'Europe du reste du monde où ce sont les bénéficiaires qui ont principalement contribué à l'accroissement des fonds propres. Ainsi, contrairement à leurs pairs, les banques européennes ont réduit leur offre de prêts risqués, et dès lors leur contribution au financement de l'économie productive - plutôt que de pouvoir lever ou générer des capitaux additionnels.

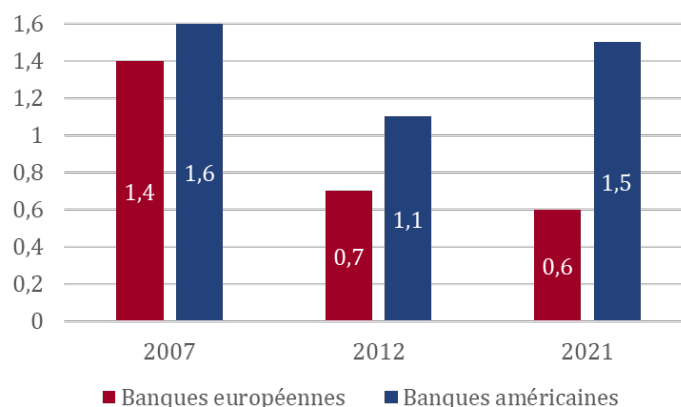
De fait, la faible rentabilité des banques européennes contraint leur capacité à générer ou à lever des fonds propres. Le rendement sur capitaux propres (*return on equity* - RoE) des banques européennes se situait à 7,6 % en 2023 contre 9,9 % pour les banques américaines. Cette situation a de multiples causes tenant au contexte macroéconomique, au modèle d'affaires et au cadre réglementaire. Parmi ces explications, l'une a trait à un recours plus faible aux marchés de capitaux : le moindre

⁹ Sont regroupés dans la catégorie « épargne non bancaire » les agrégats OCDE suivants : « actions et autres participations », « titres autres qu'actions », « actions de fonds communs », « réserves d'assurance-vie », « fonds de pension ».

¹⁰ BCBS, *Basel III monitoring report*, February 2023 ([lien](#) – p. 37)

développement de la titrisation en Europe impliquerait selon les calculs de la Direction générale du Trésor une vélocité bilantielle réduite pour les banques européennes expliquant *in fine* 20 % de l'écart de rentabilité sur actifs entre les banques européennes et américaines¹¹. Cette faible rentabilité des banques européennes se traduit par des valorisations en baisse constante sur longue période (cf. graphique 10) et *in fine* par un coût du capital plus élevé (8,4 % en moyenne contre 6,5 % pour les banques américaines¹²).

Graphique 10 : Ratio cours/valeurs comptables des banques européennes et américaines (2007-2021)



Source : Oliver Wyman ([lien](#))

De surcroît, et indépendamment des contraintes pesant sur le bilan des banques, la faible capitalisation des entreprises européennes contraindra leur capacité de recours à l'emprunt bancaire. Rapportée aux capitaux propres, la dette des entreprises européennes est plus élevée (59 %) que celle des entreprises américaines (50 %)¹³. Pour financer les investissements rendus nécessaires par la double transition écologique et numérique, les entreprises européennes devront nécessairement recourir à des financements en fonds propres, qui ne peuvent provenir que des marchés de capitaux.

1.2.2. Le potentiel de financement des marchés de capitaux européens reste largement sous-exploité

Les marchés de capitaux européens demeurent sous-développés, essentiellement du fait d'une base d'investisseurs restreinte et d'un degré élevé de fragmentation. Les parties 2 à 5 du rapport explorent ces causes du sous-développement des marchés de capitaux européens, que la présente section se borne à décrire. L'état des marchés de capitaux européens s'explique d'abord par l'absence d'une base massive d'investisseurs domestiques de long terme (cf. partie 2). La fragmentation des marchés européens, tant au niveau de la supervision (cf. partie 4) que des infrastructures de post-marché (cf. partie 5) obère également la compétitivité des acteurs européens et l'intégration

¹¹ Analyse de la direction générale du Trésor, 2021

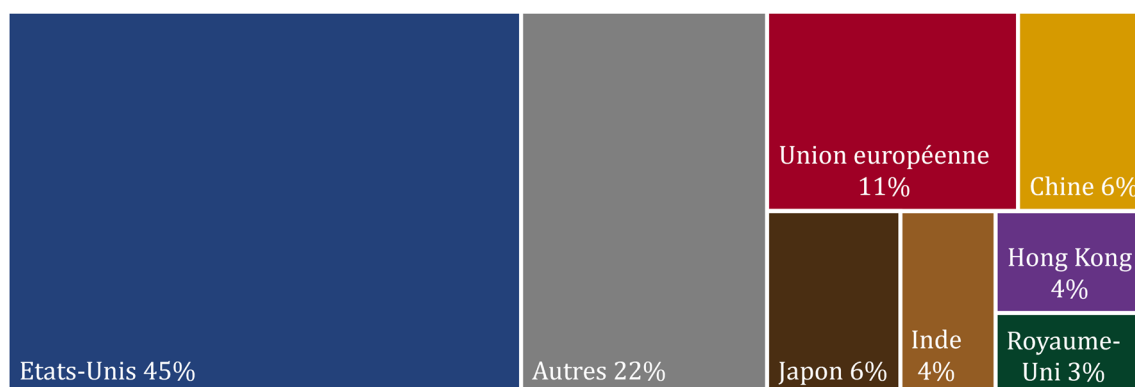
¹² Oliver Wyman, The EU banking regulatory framework and its impact on banks and the economy, 2023 ([lien](#))

¹³ Eurofi d'après BRI ([lien](#))

financière du continent . D'autres facteurs plus spécifiques jouent également un rôle, tel que le cadre réglementaire et prudentiel de la titrisation (cf. partie 3).

La taille réduite des marchés de capitaux européens est particulièrement marquée s'agissant des marchés d'actions. Le poids des marchés d'actions de l'Union européenne dans la capitalisation boursière mondiale (cf. graphique 11) s'élève à 11,4 %, alors que la part relative du PIB de l'UE dans l'économie mondiale atteint 17,5 % en parité de pouvoir d'achat¹⁴. Au regard de la moyenne internationale, la taille de nos marchés d'actions devrait ainsi être supérieure de 60 % à son niveau actuel.

Graphique 11 : Capitalisation boursière mondiale en 2022



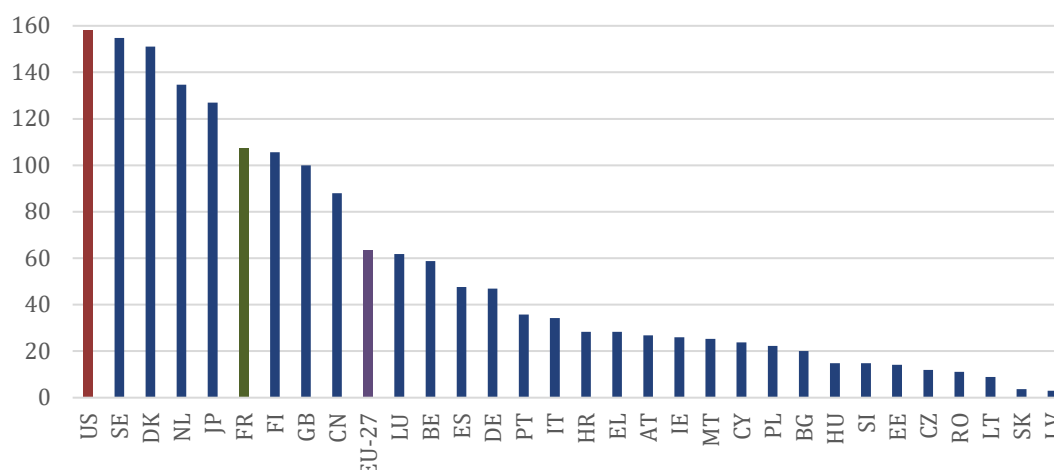
Source : SIFMA ([lien](#))

De fortes disparités s'observent toutefois (cf. graphique 12). Ainsi, en 2022, la capitalisation boursière des marchés d'actions de l'Union européenne représentait 62 % du PIB de la zone, mais cette proportion était significativement plus élevée dans certains Etats membres dont la Suède (155 %), le Danemark (151 %), les Pays-Bas (135 %) et la France (107 %) ¹⁵.

14 FMI ([lien](#))

15 ECMI ([lien](#))

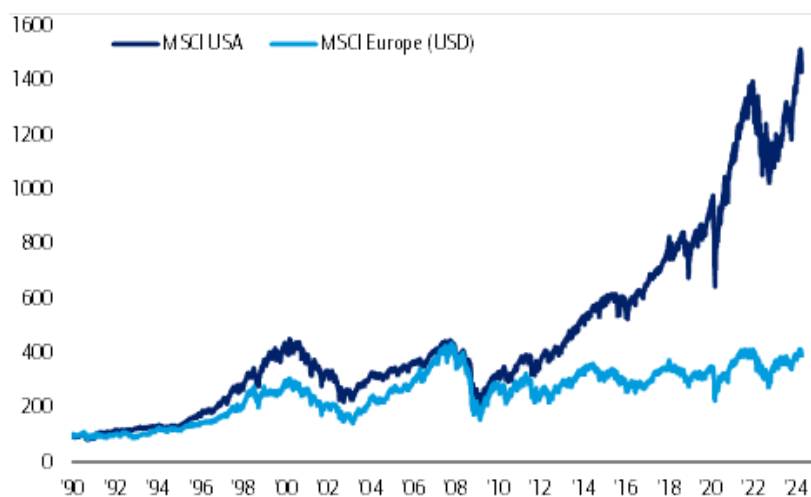
Graphique 12 : Capitalisation boursière en pourcentage du PIB par pays



Source : ECMI précité

L'affaiblissement de la part des marchés d'actions européens dans la capitalisation boursière mondiale procède en partie d'un décrochage post-crise de 2008. La capitalisation cumulée des marchés d'actions de l'UE représentait alors 17,1 % de la capitalisation mondiale. Or on observe depuis 2008 une croissance nettement plus dynamique des indices actions aux Etats-Unis (cf. graphique 13).

Graphique 13 : variation des indices MSCI USA et MSCI EUROPE en USD depuis 1990



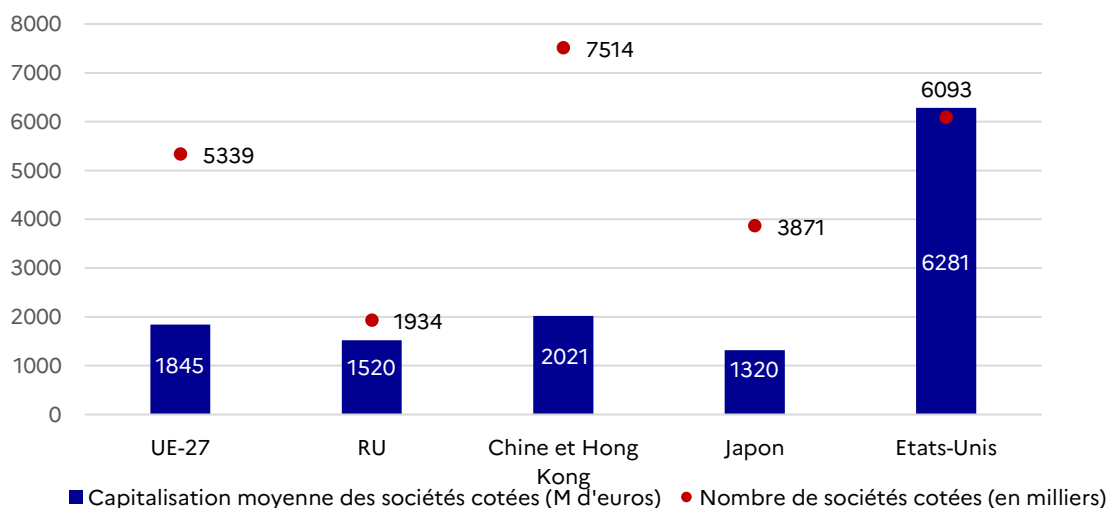
Source : Bank of America

La capitalisation boursière cumulée de l'UE et celle des Etats-Unis affichent ainsi aujourd'hui un différentiel significatif, avec un rapport de près d'un sur quatre. Pourtant, le nombre d'entreprises cotées dans l'Union européenne est comparable à celui des Etats-Unis : 5 339 sociétés cotées dans l'UE, contre 6 093 aux Etats-Unis en 2022¹⁶. Les entreprises cotées dans l'Union européenne sont en moyenne plus petites, et moins bien valorisées : le ratio de cours sur bénéfices (P/E) des 600 principales capitalisations européennes était ainsi de 17 en 2022, contre 28 aux Etats-Unis. En conséquence, la capitalisation boursière moyenne des entreprises cotées dans l'UE

16 Même s'il a baissé de 15 % entre 2009 et 2019.

atteignait en 2022 1,85 Md€ dans l'UE, contre 6,28 Md€ aux Etats-Unis. Il convient toutefois de noter l'impact des plus fortes capitalisations (« méga caps ») sur les moyennes.

Graphique 14 : Capitalisations boursières moyennes (M€) et nombre d'entreprises cotées en milliers



Source : ECMI précité

Les marchés d'actions de l'Union européenne sont également considérés comme étant moins liquides que ceux des Etats-Unis.

Cet écart doit cependant être analysé par segment, en raison des effets de taille qui peuvent écraser l'analyse, et de l'impact de la proportion de capital flottant. Sur l'année 2023, l'écart n'est ainsi pas particulièrement sensible sur le segment 1-5 Md€ de capitalisation (-9% de vélocité du flottant vs Etats-Unis) et il est même positif sur le segment 5 à 200 Md€ (+6%). En revanche il est plus marqué pour les *small caps* (-41% sur le segment 1 à 2Md€, -13% sur le segment 2 à 3Md€) ainsi que sur les méga-caps (+ de 200Md€), pour lesquelles l'impact des cas individuels domine toutefois.¹⁷ Or la liquidité des *small caps* importe, puisqu'elles assurent le renouvellement de la cote. C'est d'ailleurs sur ce marché que la présence des investisseurs domestiques revêt une particulière importance, et qu'ils manquent aux marchés de capitaux européens, alors que les principaux d'entre eux parviennent à attirer les investisseurs internationaux.

Un autre enseignement de cette analyse par segment est la situation relativement défavorable, par contraste, des entreprises européennes cotées aux Etats-Unis : les entreprises européennes d'une capitalisation comprise entre 1 et 5 Mds€ qui se sont cotées sur le Nasdaq depuis 2018 sont moins liquides que les entreprises américaines de taille équivalente (vélocité de 1,6 contre 2,8), mais aussi que leurs homologues cotées sur les marchés européens (2,5). La simple cotation aux Etats-Unis ne suffit donc pas à garantir la liquidité, ce qui illustre l'importance pour les entreprises européennes de pouvoir s'adresser à leur bassin naturel de cotation.

¹⁷ Données Euronext et FactSet pour les capitalisations boursières, BMLL et Bloomberg pour les volumes d'échanges (multi-plateformes).

Le marché obligataire de l'Union européenne laisse lui aussi apparaître un différentiel de développement important vis-à-vis des Etats-Unis : en 2022, la valeur cumulée des titres de dette cotés en circulation dans l'Union européenne s'élevait à 130 % du PIB, contre 200 % aux Etats-Unis. Bien que significatif, cet écart de taille est toutefois moins important que celui observé entre les marchés d'actions des deux économies : la taille du marché obligataire de l'UE n'était en 2022 « que » deux fois inférieure à celui des Etats-Unis en 2022, à 21 000 Md€, contre un rapport de quasiment un sur quatre entre les marchés d'actions des deux zones.

Graphique 15 : Encours du marché obligataire mondial en 2022



Source : BNP Paribas

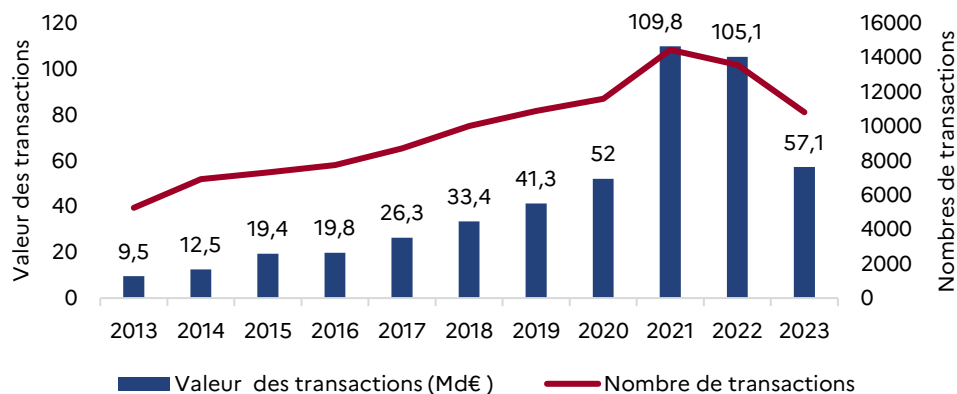
Outre les marchés d'actions et d'obligations cotées, les segments non cotés européens souffrent eux aussi de la comparaison face aux marchés américains. Sur le segment du capital-risque en particulier, les montants annuels investis ont atteint en moyenne 23 Md€ par an entre 2013 et 2022 dans l'Union européenne, contre 149 Md€ par an aux Etats-Unis¹⁸, soit un rapport d'un sur six. Ce différentiel est principalement lié au faible nombre de fonds de capital-risque de taille significative dans l'Union européenne : alors que l'UE compte « seulement » 4 fois moins de fonds de capital-risque de taille comprise entre 200 et 500 M€ que les Etats-Unis, ce rapport est de 14 s'agissant des fonds d'une taille supérieure à 1 Md€¹⁹.

Il est toutefois à noter que malgré ce différentiel de taille significatif, le marché européen du capital-risque a connu une forte croissance au cours de la décennie écoulée, avec une valeur des transactions multipliée par 5 entre 2013 et 2023, malgré le net ralentissement observé en 2023 en lien avec la dégradation des conditions macroéconomiques (-45,7 % pour la valeur des transactions sur le marché du capital-risque en Europe entre 2022 et 2023).

¹⁸ Source : AFME ([lien](#))

¹⁹ Source : EIF ([lien](#))

Graphique 16 : Valeur et nombre des transactions sur le marché européen du capital-risque

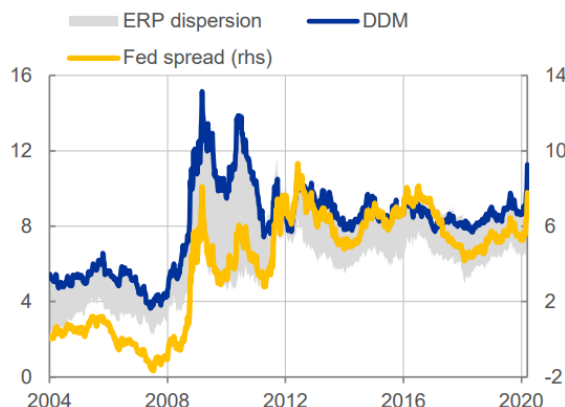


Source : Pitchbook ([lien](#))

La plus faible profondeur des marchés européens a un impact direct sur le coût du capital et sur l'offre de financement accessible aux entreprises européennes. En raison du faible niveau de développement des marchés de capitaux européens, à l'exception de certains pays, les entreprises européennes ont accès à un financement non-bancaire moins abondant que leurs concurrentes américaines quel qu'en soit le canal, et en moyenne plus coûteux.

Sur les marchés d'actions européens, les faibles niveaux de valorisation renchérissent le coût des fonds propres pour les entreprises souhaitant lever des capitaux à travers une introduction en bourse ou une émission secondaire. En témoigne le niveau de la prime de risque sur les actions, qui demeure à un niveau particulièrement élevé dans la zone euro depuis 2008 au regard des données historiques. Plusieurs facteurs ont conduit à cette hausse significative de la prime de risque sur les actions dans la zone euro depuis 2008 : la participation limitée de certains types d'investisseurs, dont les fonds de pension, et l'impact d'un certain nombre d'évolutions réglementaires mises en œuvre depuis 2008.

Graphique 17 : Estimation de la prime de risque sur les actions (*Equity Risk Premium ERP*) dans la zone euro²⁰



Source : BCE ([lien](#)).

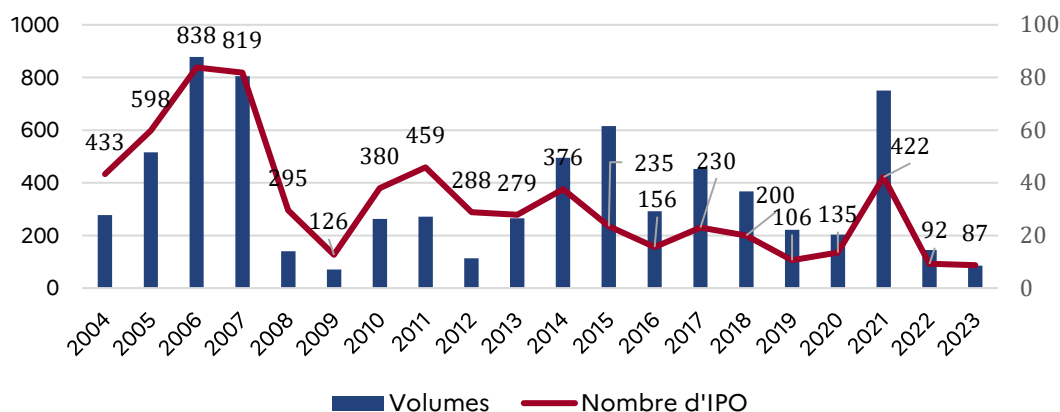
En conséquence, les entreprises européennes sont de moins en moins nombreuses à se tourner vers les marchés d'actions. En témoigne la baisse significative du volume et des montants levés à travers des introductions en bourse au cours de la décennie écoulée, exception faite de l'année 2021 qui s'est traduite par un dynamisme des marchés d'actions extrêmement fort au niveau mondial, en raison notamment d'un rattrapage post-crise sanitaire qui a également impacté positivement les autres leviers de financement.

Le renchérissement du coût du financement par les marchés d'actions n'est toutefois pas la seule raison de cette diminution structurelle du recours aux introductions en bourse en Europe. D'autres facteurs, non propres à la région, ont également renforcé cette tendance comme l'accès à une offre devenue plus abondante et moins coûteuse de financement en non coté, les contraintes réglementaires associées à la cotation en bourse désormais jugées lourdes compte tenu du renforcement du financement non coté, ou encore la volatilité sur les marchés d'actions, parfois perçue comme étant excessive et en tous cas désavantageuse dans les modèles de certains types d'investisseurs soumis à des contraintes prudentielles.

Sur les marchés d'actions non cotées, ce n'est pas tant le niveau des valorisations et la prime de risque demandée qui posent problème, mais davantage le niveau trop faible de l'offre de financements late stage, à une phase pourtant cruciale du développement des entreprises innovantes qui doivent pouvoir s'appuyer sur des levées de fonds de tailles importantes afin de passer à l'échelle après une première phase de développement réussie, et ainsi passer du statut *de start-up* à celui de *scale-up*.

²⁰ Le graphique fait apparaître en gris la dispersion des estimations de la prime de risque sur les actions de la zone euro d'après plusieurs modèles dont le modèle de Gordon Growth, le modèle H et le modèle des dividendes actualisés (DDM).

Graphique 18 : volume et montant (Md€) des introductions en bourse en Europe entre 2004 et 2023



Source : rapports annuels de [PwC](#)

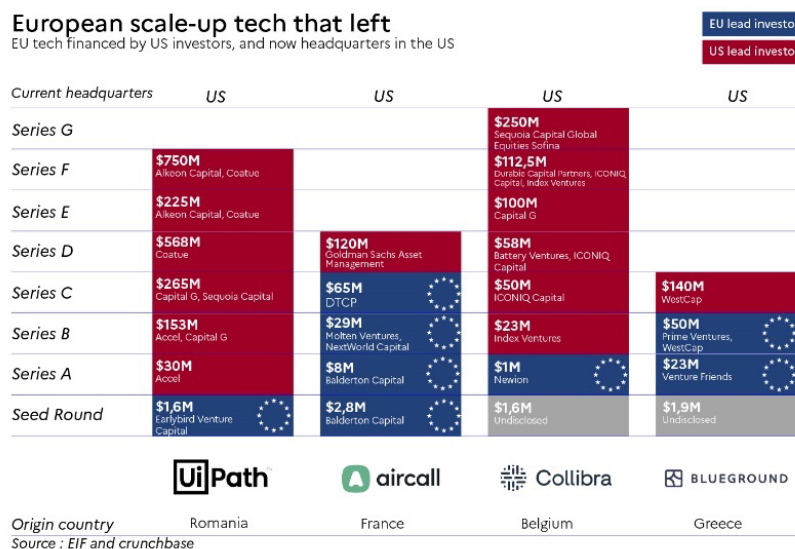
Dans ce contexte, les entreprises européennes sont de plus en plus nombreuses à se tourner vers les Etats-Unis pour leurs levées de fonds, puis, y étant incitées par leurs investisseurs, leur introduction en bourse. Cette rupture du continuum de financement constitue une faille de marché bien identifiée, notamment par le rapport Tibi sur le « financement de la quatrième révolution industrielle » en juillet 2019. Elle peut conduire les entreprises européennes à se tourner vers des fonds non-européens pour leurs levées de fonds en phase *late stage*, les fonds de capital développement européens étant souvent en incapacité de contribuer à des tours de table supérieurs à 30 M€.

Ainsi, en 2021, alors que la proportion d'investisseurs européens atteignait en moyenne 53 % dans les tours de table entre 10 et 50 M€, cette proportion baissait pour atteindre 36 % lors des tours de table de 50 à 100 M€, puis seulement 24 % pour ceux supérieurs à 100 M€²¹.

Si cette contribution d'investisseurs non-européens et, le plus souvent, américains, a des aspects positifs en ce qu'elle permet l'élargissement des opportunités de financement des entreprises européennes, elle conduit fréquemment à un déplacement progressif du centre de gravité des entreprises européennes ainsi financées vers les Etats-Unis, aboutissant dans certains cas à un transfert de siège social outre-Atlantique, puis à une introduction en bourse sur le NYSE ou le NASDAQ plutôt qu'en Europe. Ainsi, certaines *start-ups* françaises à fort potentiel ont pu faire le choix ces dernières années de s'établir aux Etats-Unis : Algolia (SaaS), Dataiku (analyse de données), Datadog (monitoring d'infrastructures cloud), Kiriba (gestion de trésorerie), Beyond aerospace (avion à hydrogène). Ce phénomène peut aussi s'observer dans le reste de l'Union européenne.

²¹ Source : Banque de France ([lien](#))

Graphique 19 : Exemple d'entreprises européennes ayant fait appel à des fonds de capital-innovation américains avant de transférer leur siège social vers les Etats Unis



Source : FEI ([lien](#))

Dans ces cas, les entreprises innovantes fondées en Europe et ayant connu une première phase de développement accélérée en s'appuyant sur les atouts structurels du continent européen en matière d'innovation et de R&D, finissent par rompre tout ou partie de leurs liens avec l'Europe, en continuant toutefois à exporter des services vers la région, et, pour celles parvenant à se coter outre Atlantique, à importer des capitaux du fait de l'engouement des investisseurs européens pour les marchés d'actions américains.

De surcroît, dans de nombreux cas, les entreprises européennes qui font le choix de la levée de capitaux aux Etats-Unis ne bénéficient pas des valorisations et de la liquidité offertes aux entreprises américaines sur leur marché domestique. Cette observation renforce le besoin de marchés d'actions domestiques profonds pour le développement des entreprises européennes.

Au-delà de ces constats généraux, une forte hétérogénéité s'observe entre marchés nationaux et suggère qu'une convergence vers le haut est possible. Quatre groupes peuvent être distingués :

- ◆ Le Danemark, la Finlande, les Pays-Bas et la Suède abritent des centres financiers considérés comme les plus complets, profonds et dynamiques. Leurs marchés de capitaux sont développés et orientés vers le financement de leurs économies, s'appuyant sur les importants volumes d'épargne retraite, d'un montant cumulé de 3 000 Md€, soit près de deux tiers du volume d'épargne retraite de l'UE, et cela malgré un poids de seulement 12 % dans le PIB de la zone²². A l'inverse, les volumes d'épargne investis sur des dépôts à vue y sont particulièrement faibles.
- ◆ Un second groupe d'États membres a développé une spécialisation sur un segment de marché en profitant des régimes de libre prestation de service et de passeport européen, sans que l'on puisse considérer leurs marchés financiers domestiques comme étant aussi profonds que ceux du premier groupe d'Etats

22 Source : New Financial

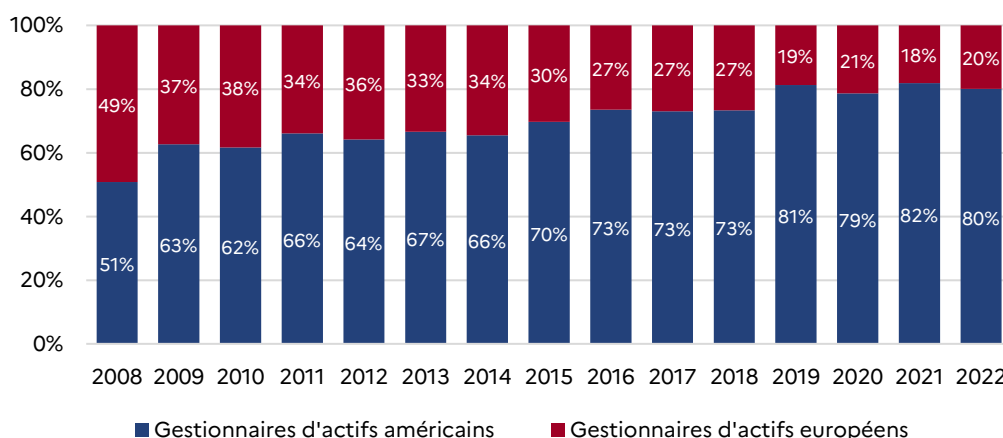
nordiques : il s'agit notamment du Luxembourg et de l'Irlande, qui se sont spécialisés dans la gestion et l'administration de fonds transnationaux, et de Chypre et Malte qui accueillent de nombreux courtiers de détail.

- ◆ Un troisième groupe est formé par les pays dotés de marchés de capitaux historiquement relativement développés, mais encore largement dominés par le financement bancaire : l'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, l'Espagne, l'Italie et le Portugal. La position de la France apparaît spécifique, étant l'un des Etats membres avec les marchés de capitaux les plus profonds et liquides, avec une diversité d'acteurs français et internationaux opérant depuis son territoire, mais une faible part des actions dans l'épargne des ménages ;
- ◆ Enfin, un quatrième groupe de pays d'Europe centrale et orientale est doté de marchés de capitaux dont le développement fut plus tardif, et dont le rôle dans le financement de l'économie est aujourd'hui encore relativement marginal.

1.2.3. Dans le même temps, les acteurs financiers européens sont en passe d'être marginalisés au niveau mondial et reculent même sur leur propre marché

Sur le segment de la gestion d'actifs, la part des acteurs européens recule au profit de leurs concurrents américains. Ainsi sur dix ans (de 2013 à 2023) leur part de marché parmi les acteurs du top 30 est passée de 30% à plus de 42%. Ces chiffres contrastent fortement avec la part de marché des acteurs européens aux Etats-Unis qui stagne à 2%²³. Force est de constater que l'ouverture de ces deux marchés n'est pas la même. À l'échelle mondiale, la part de marché des gestionnaires d'actifs européens parmi les 20 principaux acteurs mondiaux est passée de 49 % en 2008 à 20 % en 2022.

Graphique 20 : Poids des actifs gérés par les 20 plus importantes sociétés de gestion d'actifs mondiales, selon leur domiciliation



Source : Thinking Ahead Institute

Les banques de financement et d'investissement (BFI) européennes voient elles aussi leurs parts de marché diminuer de façon régulière, face à leurs concurrentes américaines. La part des banques américaines dans les revenus générés par les activités de financement et d'investissement est passée de 53 % à 64 % entre 2012 et 2022 à

²³ Source : Broadridge, Novembre / décembre 2023

l'échelle mondiale, et de 39 % à 51 % dans la région Europe, Moyen-Orient et Afrique (EMEA). Ainsi, en 2022 on ne comptait que 3 banques de l'Union européenne parmi les 10 plus importants générateurs de revenus de BFI dans la région EMEA.

Les BFI américaines doivent notamment leur succès à une assise sur un marché domestique profond, intégré, et plus rentable en raison d'un degré plus élevé de concentration sur les métiers de BFI. Ainsi, les niveaux de commissions perçues sur les opérations de fusions et acquisitions, d'émissions d'actions et d'obligations étaient en moyenne 1,3 à 1,7 plus élevés en Amérique que dans la région EMEA entre 2020 et 2022, à volume équivalent.

L'expansion des acteurs américains peut également s'expliquer par l'attention portée par les autorités américaines à ses acteurs, et notamment certaines attitudes protectrices du régulateur américain. Dans sa lettre annuelle aux actionnaires de *JP Morgan Chase*, Jamie Dimon, qualifie le gouvernement américain de « *silent partner* »²⁴. De fait, le marché américain n'est pas aussi ouvert aux Européens.

Bien que moins marquée, cette tendance est également observable sur le segment des plateformes de négociation, avec une concurrence croissante émanant d'acteurs non continentaux qui se concentrent sur le marché secondaire et les « *blue chips* », tel que l'acteur américain Cboe Europe dont la part de marché dans les volumes d'actions européennes échangées sur des plateformes de négociation atteignait 24 % en février 2024, à hauteur des volumes échangés sur les marchés primaires d'Euronext²⁵.

Les brokers américains ont également pris une place croissante et largement dominante dans les transactions au détriment des banques européennes et des courtiers locaux. Cette évolution peut dégrader l'écosystème dont bénéficiaient les *small* et *midcaps*, les acteurs globaux se concentrant sur les plus grosses capitalisations.

De manière générale, la participation des institutions financières internationales à l'intermédiation des transactions sur les marchés de capitaux européens est souhaitable, mais une trop forte dépendance à des acteurs non-européens contrevient aux objectifs de l'Union européenne en matière d'autonomie stratégique. Le retrait des banques non européennes du marché EMEA des crédits syndiqués au cœur de la pandémie de Covid-19, au profit de leur marché domestique, illustre la nécessité de disposer d'acteurs domestiques importants sur les différents segments des marchés de capitaux.

1.3. Une nouvelle approche est nécessaire pour permettre aux marchés de capitaux européens de changer d'échelle

Après dix ans d'intense activité législative, les résultats restent insuffisants, au risque d'alimenter une « fatigue » collective à l'égard de l'Union des marchés de capitaux.

Certes, l'essentiel des actions prévues dans les plans d'action de 2015 et de 2020 ont été mises en œuvre. Certaines mesures correctrices ont joué un rôle clé, à l'instar de

²⁴ Jamie Dimon, *Dear fellow shareholders*, février 2024 ([lien](#))

²⁵ A noter que les champs observés ne sont pas strictement identiques, Euronext restant largement majoritaire, et donc marché de référence, sur les titres listés sur les marchés primaires qu'il opère, tandis que les SMN interviennent sur leur propre sélection de titres cotés des marchés européens de leur choix

l'extension du régime STS²⁶ à la titrisation synthétique qui a permis une croissance de ce segment à partir de la relance post-covid. D'autres mesures structurelles adoptées ces dernières années pourront avoir un impact important à moyen terme, à l'image de la relance des fonds européens d'investissement de long terme (ELTIF 2.0) ou de la création du point d'accès unique européen aux informations financières et non financières (ESAP).

Les mesures les plus transformatrices se sont toutefois heurtées à un double phénomène de blocage politique et parfois, de manque d'appropriation en raison de leur degré élevé de complexité. Le projet de produit d'épargne européen (PEPP), a ainsi été handicapé par un plafonnement des frais irréaliste, qui a découragé les acteurs privés à se saisir de cette possibilité, et s'est aussi heurté aux refus des Etats membres de consentir à un régime fiscal approprié (cf. 2). En dépit d'une proposition ambitieuse de la Commission, la révision du cadre des autorités européennes de supervision en 2017 n'a pu déboucher que sur des évolutions à minima (cf. 4).

Ces blocages s'expliquent en partie par un cadrage politique insuffisamment clair. L'approfondissement et l'intégration des marchés de capitaux ont été présentés comme des mesures visant à renforcer le partage des risques et la résilience du système financier, et trop rarement comme un outil indispensable au financement des entreprises européennes. L'approche consistant en des révisions successives des textes existant n'a pas aidé à clarifier les objectifs poursuivis, au détriment du portage politique de cet agenda. Dix ans plus tard, alors que le décrochage des marchés européens se poursuit, une nouvelle approche est donc nécessaire.

La relance de l'UMC passera par la priorisation d'un nombre limité de réformes transformatrices. C'est l'approche retenue par ce rapport qui, sans prétendre épuiser le champ des initiatives pertinentes, formule quatre propositions clés. Chacune lève un obstacle majeur à la mobilisation des marchés de capitaux européens au service du financement de l'économie européenne :

- ◆ Développer des produits d'épargne de long terme est la première étape indispensable pour accroître les flux vers les marchés de capitaux européens : sans une base investisseur massive, des marchés de capitaux profonds ne pourront émerger ;
- ◆ Une relance ambitieuse du marché de la titrisation, permettra d'adosser la capacité de prêts des banques européennes à des marchés de capitaux profonds. Elle passera par une correction rapide du cadre réglementaire et prudentielle mais également par l'ouverture d'une réflexion une plateforme commune ;
- ◆ La transition vers une supervision intégrée des marchés financiers européens sera décisive afin de permettre le passage à l'échelle des acteurs européens, et préserver la stabilité financière sur un marché intégré ;
- ◆ Enfin, les infrastructures de marché doivent opérer selon un fonctionnement plus intégré : le rapport préconise des mesures ambitieuses pour répondre à la fragmentation du post-marché dans l'Union européenne.

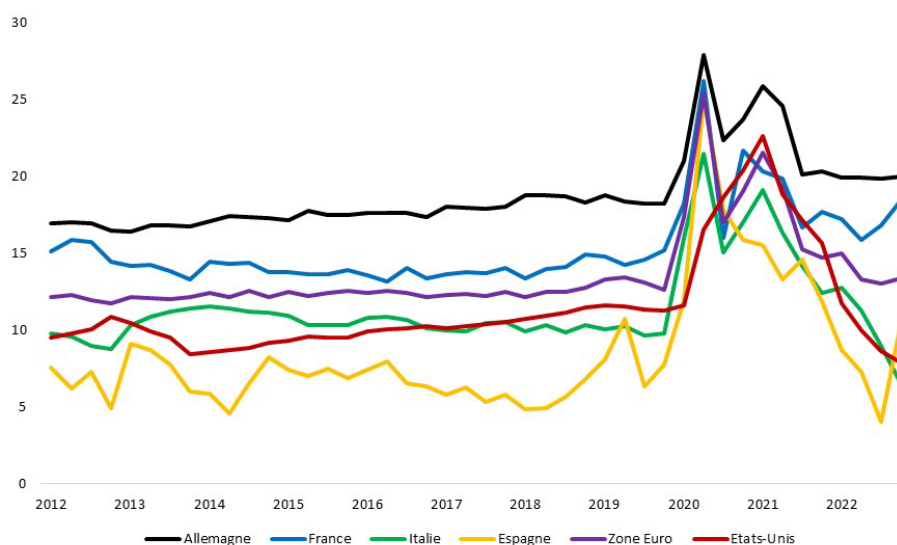
26 Simple, transparent and standardised.

2. Des produits de long terme sont nécessaires pour mieux orienter l'abondante épargne des Européens vers l'économie européenne

2.1. L'Europe génère une épargne abondante mais qui reste mal-allouée et insuffisamment valorisée

L'Europe dispose d'une épargne des ménages abondante qui devrait être un atout clé pour l'approfondissement de ses marchés de capitaux et le financement de ses priorités stratégiques. La zone euro se distingue des principales économies développées (cf. graphique 21) par un taux d'épargne des ménages élevé, atteignant en moyenne 13,3 % du revenu disponible brut au quatrième trimestre 2022²⁷, contre 7,9 % aux Etats-Unis²⁸. En particulier, ce taux s'élève à 20 % en Allemagne, 18,5% en France, 10,4 % en Espagne et 6,6 % en Italie.

Graphique 21 : Evolution du taux d'épargne des ménages (% revenu disponible brut)



Source : Banque de France

En stock, l'épargne financière des ménages au sein de l'Union constitue ainsi un gisement de plus de 35 000 Md€ en 2022, représentant plus du double du PIB de l'Union et concentré aux deux tiers dans cinq Etats membres (Allemagne, France, Italie, Pays-Bas, Espagne)²⁹.

Il convient de noter toutefois que ce stock d'épargne reste inférieur à celui des Etats-Unis, dont le taux d'épargne faible masque en réalité une épargne importante

²⁷ Banque de France ([lien](#))

²⁸ Banque de France ([lien](#))

²⁹ Eurostat ([lien](#))

combinée à un endettement élevé³⁰. L'épargne financière des ménages américains atteignait plus de 106 000 Md\$ en 2022, soit plus de quatre fois le PIB³¹. Ce contraste entre l'UE et les Etats-Unis révèle une différence d'approche quant à la gestion de la contrainte de liquidité des ménages. Tandis qu'au sein de la zone euro, les ménages se constituent une épargne de précaution liquide pour lisser leurs dépenses au cours du cycle économique, les ménages américains desserrent leur contrainte en recourant à des emprunts à court terme et allouent leur épargne sur un horizon de long terme.

Mais l'épargne des Européens n'est pas efficacement allouée aux besoins de financement de l'Europe, une large part étant même exportée vers le reste du monde. L'épargne des européens est principalement allouée à des produits de taux, notamment des obligations souveraines, qui ne peuvent à elles seules financer les investissements de long terme rendus nécessaires par la double transition écologique et numérique du tissu productif européen.

De manière significative, l'Europe exporte son épargne vers des produits de taux étrangers et importe des capitaux du reste du monde pour financer en fonds propres le développement à long terme de ses entreprises. Ainsi, la balance des investissements de portefeuille de la zone euro reste certes déficitaire au troisième trimestre 2023 (-1 945 Md€), mais cette position dissimule un double déséquilibre (cf. graphique 22) :

- ◆ Une balance excédentaire concernant les investissements en titres de créance (+1 242 Md€) : les titres de créance hors zone euro détenus par les résidents de la zone représentent 6 038 Md€ alors que les non-résidents détiennent des titres de créance de la zone euro à hauteur de 4 796 Md€ ;
- ◆ Une balance déficitaire en matière d'investissements en action (-3 188 Md€)³² : les actions hors zone euro détenues par les résidents de la zone s'élèvent à 5 724 Md€ alors que les actions de la zone euro détenues par les non-résidents atteignent 8 912 Md€.

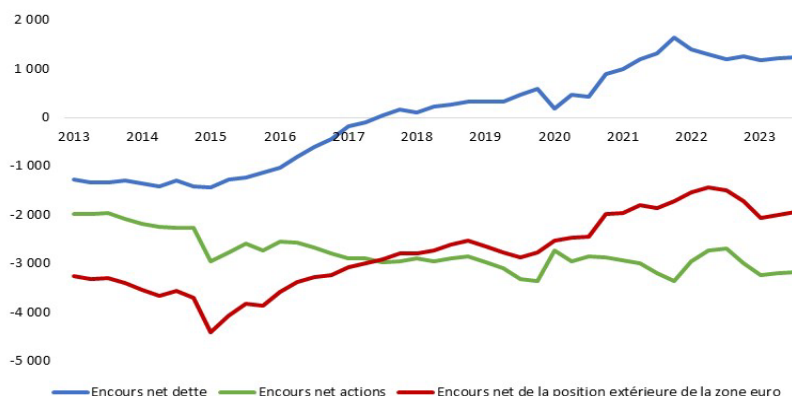
Sur dix ans, ce phénomène d'exportation de l'épargne des Européens s'accroît. Le déficit de la balance des investissements de portefeuille a connu une réduction de 1 359 Md€ en dix ans en raison d'une hausse massive de l'encours des investissements des résidents de la zone euro en titres de créance hors zone euro (+2 784 Md€) tandis que l'encours des investissements des non-résidents en titres de créances de la zone euro restait relativement stable (+209 Md€). En parallèle, l'encours des investissements des non-résidents en actions de la zone euro a progressé plus rapidement (+4 673 Md€) que l'encours des investissements des résidents en actions hors zone euro (+3 457 Md€).

30 Selon la Banque de France, le taux d'endettement des ménages américains au troisième trimestre 2023 s'élève à 99,9% du revenu disponible brut, tandis que celui des ménages de la zone euro atteint 54,5 %.

31 Fed ([lien](#))

32 BCE ([lien](#)), calculs du comité d'experts.

Graphique 22 : Evolution de la balance des investissements de portefeuille de la zone euro (Md€)



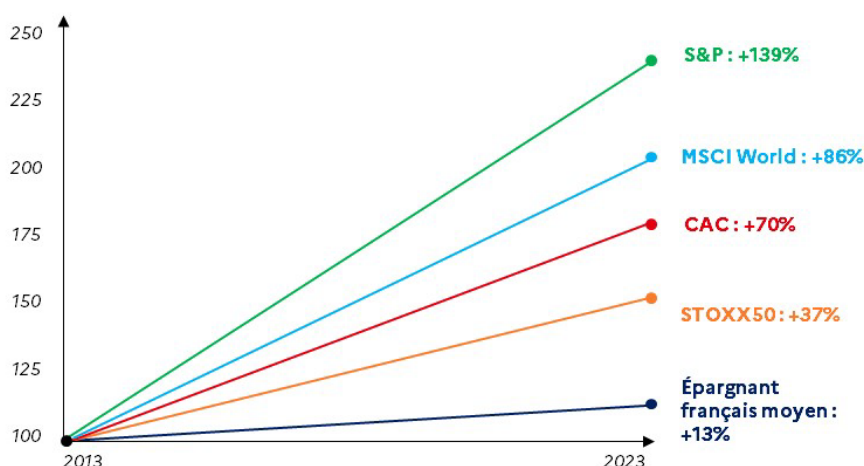
Source : BCE ([lien](#)), calculs du comité d'experts

Au terme de cette évolution, près de 20 % de l'épargne des résidents de la zone euro est investie en titres de créance du reste du monde au détriment des besoins de financement de l'Europe. Ceux-ci sont partiellement couverts par des capitaux étrangers qui captent en contrepartie la valeur créée par les entreprises européennes. Cette simple observation macroéconomique témoigne de l'ampleur de la mauvaise allocation de l'épargne en Europe et de son coût pour la compétitivité du continent, sa capacité à répondre au défi de la double transition écologique et numérique, et son autonomie stratégique.

Au-delà de son coût collectif, la mauvaise allocation de l'épargne a également un coût pour chaque épargnant européen, via des rendements moindres. L'allocation de l'épargne vers des placements liquides et peu risqués a un coût : elle prive les épargnants européens de l'accès aux rendements plus conséquents offerts par les marchés financiers aux investisseurs de long terme.

A titre d'exemple, sur la période 2012-2021 en France, le rendement annuel de l'assurance-vie en unités de compte était de 4,6%, contre 2% pour l'assurance-vie en fonds euros et 1% pour le Livret A, ces deux derniers produits bénéficiant d'une garantie en capital³³. Concrètement, en prenant l'exemple d'un portefeuille financier composé de l'encours moyen des principaux produits d'épargne français (cf. graphique 23), sa performance sur 10 ans apparaît bien inférieure aux principaux indices boursiers européens et mondiaux.

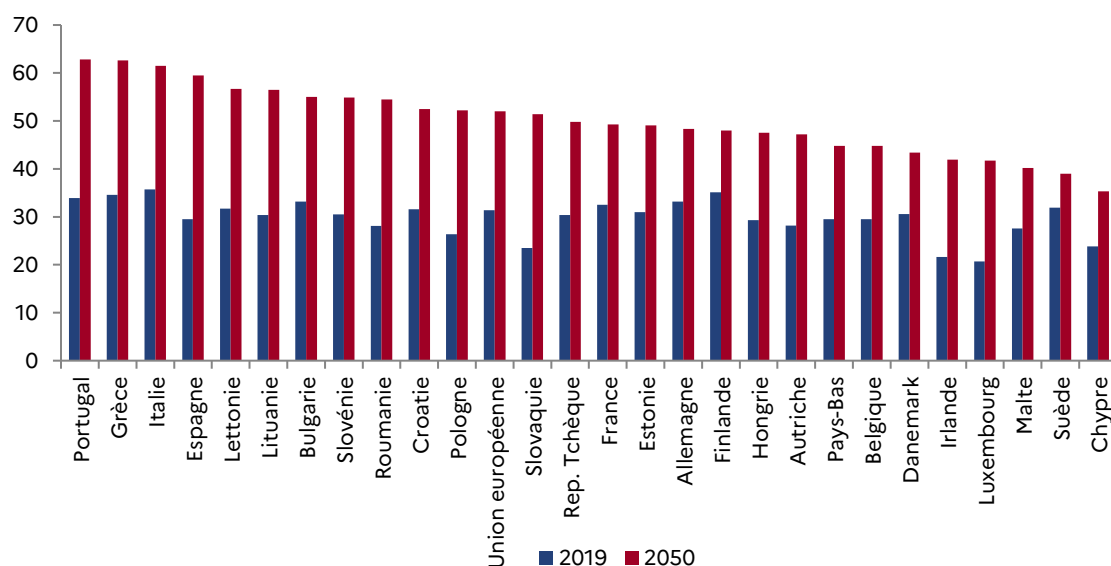
Graphique 23 : Rendement de certains placements financiers (2013-2023)



Source : comité d'experts

Or, face au vieillissement de la population européenne, la valorisation de l'épargne des Européens, en particulier pour leur retraite, sera plus nécessaire que jamais. D'ici 2050, le ratio de dépendance moyen dans l'Union européenne passera de 31 % à 52 %. Il augmentera sensiblement dans tous les pays de l'Union. Chaque pays déterminera un équilibre entre financement par répartition et par capitalisation mais l'ampleur du besoin montre qu'aucun pays ne saurait durablement se passer du levier de l'épargne. Le rendement de celle-ci sera un facteur déterminant pour le bouclage macroéconomique de la transition démographique européenne.

Graphique 24 : Évolution du ratio de dépendance (population de plus de 65 ans rapportée à la population de 15 à 64 ans)³⁴



Source : Eurostat

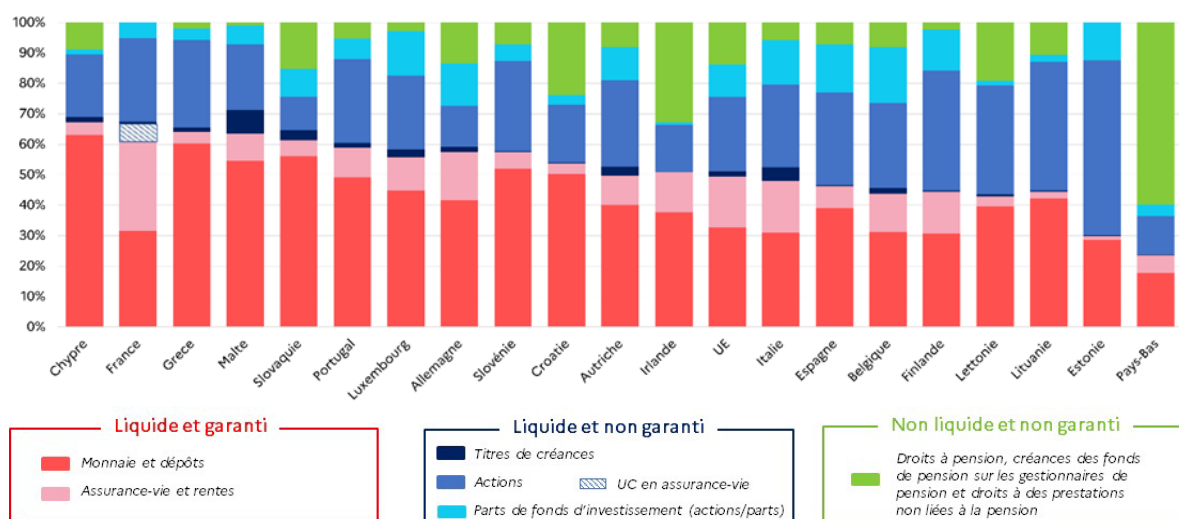
³⁴ Note de lecture : En France, le ratio de dépendance vieillesse c'est-à-dire la part des plus de 65 ans rapportée à la population de 15 à 64 ans, passerait de 33 % en 2019 à 49 % en 2050

2.2. Cette mauvaise allocation procède des produits d'épargne et de leur cadre fiscal, qui découragent trop souvent l'investissement de long terme

Les caractéristiques des produits déterminent l'allocation de l'épargne. En effet, les conditions de liquidité et de risque offertes à l'épargnant sont, pour l'intermédiaire financier gérant le produit d'épargne, des contraintes au passif. Ces contraintes au passif se transmettent inévitablement à l'actif, la transformation de risque et de liquidité que peut réaliser l'intermédiaire par son rôle de mutualisation n'étant pas infinie. En offrant majoritairement des produits d'épargne liquides et garantis, les banques et compagnies d'assurance peuvent plus difficilement investir l'encours des épargnants sur des actifs risqués et de long-terme, comme des fonds propres, pourtant nécessaires au soutien à l'innovation et la croissance en Europe. Cet aspect est renforcé par l'impact dans les modèles internes, en particulier sous Solvabilité 2, de la volatilité quand elle est mesurable, c'est-à-dire pour les actions cotées. Paradoxalement, les actifs illiquides bénéficient d'un meilleur traitement prudentiel.

Or, l'épargne des Européens est largement investie via des produits d'épargne liquides et garantis, au détriment des investissements en fonds propres et notamment en actions cotées. Les dépôts et livrets bancaires ainsi que les fonds en euros d'assurance vie peuvent être alloués à des financements de dette de moyen-long terme et relativement sûrs du fait des garanties offertes mais ils ne sauraient financer majoritairement des fonds propres, en particulier les actions cotées. Ils représentent pourtant, selon les pays de l'Union, entre 23 et 63% des placements financiers des ménages (cf. graphique 25).

Graphique 25 : Allocation de l'épargne financière des ménages dans la zone euro en 2022



Source : comité d'experts d'après Eurostat.

L'épargne bancaire constitue le premier type de produit liquide et garanti. Les dépôts à vue représentent en moyenne 31 % de l'épargne financière des ménages européens en 2022, voire 39 % en Allemagne et 38 % en Espagne³⁵. En dépit de leur horizon de court terme, certains de ces produits sont fortement subventionnés fiscalement, dans

³⁵ Eurostat ([lien](#))

le cadre de l'épargne réglementée. En France, les livrets réglementés représentent 15 % de l'épargne financière (cf. *infra*). L'Italie propose également des livrets postaux pilotés par la Caisse des dépôts (*Cassa Depositi e Prestiti*), distribués par La Poste et garantis par l'Etat. Les sommes déposées peuvent être retirées à tout moment mais le taux de rendement est négligeable (0,001 %). Si ces livrets sont exonérés de frais, les intérêts restent soumis à prélèvement fiscal via une retenue à la source de 26 %.

L'assurance-vie peut également offrir une liquidité élevée et une garantie en capital, même si ces caractéristiques sont variables suivant les pays. A titre d'exemples :

- ◆ En France, l'assurance-vie est rachetable à tout moment, avec une sortie possible en rente ou en capital, et bénéficie d'un régime favorable concernant principalement l'imposition des gains après huit ans et les droits de succession avant 70 ans, en lien avec la nature juridique du produit. La part des contrats investie en fonds euros bénéficie d'une garantie en capital à tout moment. Il n'existe aucune contrainte sur l'allocation des encours de l'assurance-vie en France, si ce n'est une obligation récente de référencement d'unités de compte labellisés et de présentation d'un profil prévoyant un minimum d'actifs non cotés ou de PME cotées dans le cadre d'une gestion pilotée profilée ;
- ◆ En Allemagne, l'assurance-vie ne constitue pas comme en France un placement financier à moyen terme³⁶ mais apparaît davantage comme un produit d'épargne retraite qui bénéficie d'une fiscalité privilégiée à la sortie³⁷. Parmi les contrats avec capital et taux minimum garantis qui sont majoritaires, les contrats avec sortie en rente (*Rentenversicherungen*) restent les plus courants. Au sein de cette catégorie, les contrats dits *Riester* et *Rürup* bénéficient d'avantages supplémentaires, les versements étant déductibles des revenus imposables et l'Etat pouvant verser une prime sous certaines conditions. Les encours de l'assurance-vie en Allemagne ne sont soumis à aucun fléchage particulier ;
- ◆ En Espagne, malgré la domination des dépôts bancaires, il existe également des produits d'épargne équivalents à l'assurance-vie offrant une sortie en rente (*plan individual de ahorro sistemático*) ou en capital (*plan de ahorro a largo plazo*) qui s'accompagnent d'une durée de blocage minimale de cinq ans et d'une exonération de fiscalité sur les gains.

En cumulant les dépôts bancaire et l'assurance-vie – bien qu'une part soit investie en unités de compte et donc non garantie –, la part des produits d'épargne liquides et garantis atteint 47 % de l'épargne financière au sein de l'UE, et monte jusqu'à 61 % en France et 54 % en Allemagne. A titre de comparaison, la part combinée des dépôts à vue et de l'assurance-vie aux Etats-Unis représentent seulement 14 % de l'épargne financière des ménages³⁸.

Pour autant, le catalogue des produits d'épargne européens comprend aussi des produits de long terme, davantage diffusés dans certains pays que dans d'autres. Certains pays se distinguent en effet par une allocation plus favorable aux investissements de long terme. Les actions et parts de fonds représentent 33 % de

³⁶ En France, la durée moyenne de détention d'un contrat d'assurance-vie est de 12,6 ans ([lien](#))

³⁷ En cas de versement sous forme de capital, seulement 50 % des revenus du capital seront imposés (au taux appliqué aux revenus du capital, à savoir 25 %) si : (i) la durée du contrat dépasse 12 années et (ii) le souscripteur a plus de 60 ans lors du versement. En cas de versement sous forme de rente viagère, seule la part « revenus du capital » sera imposée, mensuellement, au taux de l'impôt sur le revenu.

³⁸ Fed ([lien](#))

l'épargne financière des ménages européens en 2022, et jusqu'à 44 % en Espagne et 40 % en Italie. Il convient de souligner le cas particulier des Pays-Bas qui se distinguent des autres Etats membres européens par la domination des fonds de pension, représentant 58 % de l'épargne financière des ménages. Aux Etats-Unis, plus de la moitié de l'épargne financière des ménages est investie en actions et parts de fonds³⁹.

Les produits d'épargne retraite constituent par nature des véhicules d'investissement de long terme utiles au financement de l'économie, et rémunérateurs pour les épargnants, mais dont la diffusion reste très variable entre les Etats membres de l'UE, en fonction principalement du régime de retraite. A titre d'exemples :

- ◆ En France, le plan d'épargne retraite (PER) est un produit dont l'encours est bloqué par défaut jusqu'à la retraite, sauf rares cas de déblocage exceptionnel, et qui bénéficie au choix d'un régime fiscal privilégié sur les versements, déductibles des revenus imposables, ou à la sortie sur la rente ou le capital, au travers d'un abattement ou d'une exonération. Au-delà des versements volontaires, le PER d'entreprise peut être alimenté par la participation et l'intéressement reçus par le salarié, mais également par l'abondement versé par l'employeur pour les PER bancaires. Principale spécificité, l'encours du PER suit une gestion pilotée par défaut : l'épargne est ainsi allouée de telle manière à réduire progressivement les risques financiers à mesure que l'échéance approche, permettant de répondre aux besoins de financement de long terme tout en offrant une quasi-garantie en capital à terme pour le titulaire. Le PER se décline sous forme individuelle ou collective (PER d'entreprise collectifs ou obligatoires) et a connu une nouvelle dynamique positive depuis sa réforme issue de la loi PACTE de 2019. Il n'existe aucune contrainte sur l'allocation des encours du PER, si ce n'est pour le PER collectif une obligation de référencement de fonds solidaires et labellisés selon des critères extra-financiers, ainsi qu'une possibilité pour l'employeur de bénéficier d'un forfait social réduit en cas d'investissement du PER dans des titres éligibles au PEA-PME (voir infra).
- ◆ Des produits d'épargne semblables au PER français existent dans d'autres Etats membres, comme en Allemagne dans un cadre collectif (*Betriebsrente*), en Espagne sous forme individuelle (*Plan de Pensiones Individual*, *Plan de Previsión Asegurados*) ou collective (*Planes de Pensiones de Empleo*) ou encore en Italie (*Piani Individuali Pensionistici*). Comme cela a été mentionné plus haut, les Pays-Bas se distinguent des autres Etats membres de la zone euro par la forte prédominance des fonds de pension, auxquels 90 % de la population adhère⁴⁰, même s'il existe également en parallèle des produits d'assurance-vie offrant une gestion pilotée et une sortie en rente avec un régime fiscal privilégié dans le cadre du troisième pilier du régime de retraite.

Pilier historique du modèle français de partage de la valeur mais encore peu diffusée dans les autres Etats membres de l'UE, l'épargne salariale permet aux salariés de se constituer une épargne de long terme avec le soutien de l'employeur, permettant ainsi d'investir sur des classes d'actifs plus risquées, tout en étant compétitive en matière de coût et de performance. En France, le plan d'épargne entreprise (PEE) est un produit dont l'encours est bloqué pendant cinq ans par défaut, mais qui offre de nombreux cas de déblocages, et qui bénéficie d'une exonération d'impôt sur les versements liés à la

³⁹ Fed ([lien](#)), Congressional Research Service ([lien](#)), Investment Company Institute ([lien](#)), calculs Direction générale du Trésor

⁴⁰ Direction générale du Trésor

participation et l'intéressement reçus par le salarié et à l'abondement versé par l'employeur, ainsi que sur les gains issus de ces versements. Le plan d'épargne entreprise peut être également alimenté par des versements volontaires mais qui ne bénéficient pas d'exonération fiscale. Il n'existe aucune contrainte sur l'allocation des encours du PEE, si ce n'est une obligation de référencement de fonds solidaires et labélisés selon des critères extra-financiers. Si le modèle français de l'épargne salariale est unique au sein de l'UE, il existe des dispositifs similaires dans d'autres Etats membres comme en Allemagne, incluant un abondement régulier de l'employeur ainsi qu'une prime de l'Etat et imposant une durée de blocage de sept ans mais sans avantage fiscal⁴¹, en Espagne (*Planes de Ahorro Salarial*) et en Italie (*Piano di Risparmio Aziendale*).

Enfin, le compte-titres représente un support d'épargne très courant au sein de l'UE, particulièrement utile pour des investissements en fonds propres, et qui peut bénéficier d'une enveloppe fiscale préférentielle dans certains Etats membres :

- ◆ En France, le plan d'épargne en actions (PEA) constitue une forme de compte-titres permettant d'acquérir uniquement des actions d'entreprises européennes et des parts d'organismes de placements collectifs investis à 75% en Europe, dans la limite d'un seul PEA par épargnant et de 150 000 euros de versements, tout en bénéficiant d'une exonération d'impôt sur les gains après une durée de cinq ans, tout retrait préalable entraînant cependant la clôture du PEA sauf cas de déblocage exceptionnel. Il existe également le PEA-PME réservé à des investissements dans des PME et ETI respectant certains seuils⁴² dans la limite de 225 000 euros de versement mais qui bénéficie des mêmes conditions que le PEA.
- ◆ L'Italie propose également un produit équivalent au PEA français, le PIR (*Piani individuali di risparmio*), créé en 2017 et permettant d'orienter l'épargne privée vers les besoins d'investissement de long terme des entreprises. Accessible dans la limite d'un plan par épargnant et de 200 000 euros de versements, le PIR permet de bénéficier d'une exonération totale d'impôt sur les gains réalisés mais aussi de droits de succession réduits après une durée de cinq ans. Cependant, à la différence du PEA français, le PIR doit respecter des obligations plus contraignantes en matière d'allocation : (i) au moins 70 % de l'encours du PIR doit être alloué à des titres financiers émis par des sociétés européennes ayant un établissement permanent en Italie, (ii) un même émetteur ne peut représenter plus de 10% de l'encours du PIR, (iii) 17,5 % de la valeur totale du PIR doit être investi dans des PME (iv) et en particulier 3,5 % de la valeur totale du PIR doit exclusivement être investi dans des petites entreprises.
- ◆ La Suède, où l'épargne des particuliers est massivement investie en actions en raison notamment du régime de retraite, offre également un compte d'investissement et d'épargne (ISK) particulièrement attractif pour les épargnants – plus d'un tiers de la population en dispose⁴³ – tout en soutenant l'investissement de long terme. N'imposant pas de limite de détention ni de plafond d'encours, et bénéficiant de la garantie des dépôts de l'Etat dans la limite de 90 000 euros, l'ISK offre une réelle flexibilité en permettant de réaliser des opérations à tout instant,

⁴¹ BaFin ([lien](#))

⁴² Les sociétés doivent remplir les critères suivants : (i) effectif salarié de moins de 5 000 personnes ; (ii) chiffre d'affaires annuel de moins de 1,5 Md€, ou un total de bilan n'excédant pas 2 Md€. En outre, pour les sociétés cotées, elles doivent avoir une capitalisation boursière inférieure à 1 Md€ lors d'au moins l'un des quatre derniers exercices comptables.

⁴³ Direction générale du Trésor

y compris des retraits, sans durée minimale de blocage. Par ailleurs, l'ISK est simplement soumis à un impôt forfaitaire annuel fondé sur la valeur des actifs et dont le taux est de 0,882 % en 2023⁴⁴.

Ce panorama européen contraste nettement avec la situation américaine, où les placements de long terme dominant (cf. graphique 26). En effet, les Etats-Unis disposent de produits d'épargne retraite massivement diffusés auprès de la population, qui représentent près de 36 % de l'épargne financière des ménages⁴⁵. Parmi les produits de retraite collectifs, la part des plans à prestations définies (*Defined Benefits*) atteint plus de 90 % dans le secteur public tandis que la part des plans à cotisations définies (*Defined Contributions*) s'élève à 69 % dans le secteur privé⁴⁶. Tous ces produits bénéficient d'un traitement fiscal privilégié avec une déductibilité des versements du revenu imposable dans la limite d'un plafond annuel, seules les prestations reçues à la retraite étant soumises à l'impôt sur le revenu. En contrepartie, les retraits anticipés avant 59,5 ans sont pénalisés fiscalement. La souscription à ces plans collectifs de retraite peut être prévue par défaut par les entreprises, le salarié gardant la possibilité de ne pas y adhérer.

Au-delà de ces plans collectifs, il existe des plans individuels (*Individual Retirement Accounts, IRA*), représentant 30 % de l'épargne retraite américaine, qui sont proposés sous forme de comptes individuels par les banques et assurances notamment. Ils bénéficient également d'un régime fiscal favorable similaire à celui des plans collectifs, avec de nombreuses clauses de déblocage anticipé qui apportent davantage de flexibilité. Le développement de tels fonds de pension a accru la profondeur et la liquidité des marchés de capitaux aux Etats-Unis et a contribué à un allongement de la maturité moyenne de l'épargne des ménages américains⁴⁷.

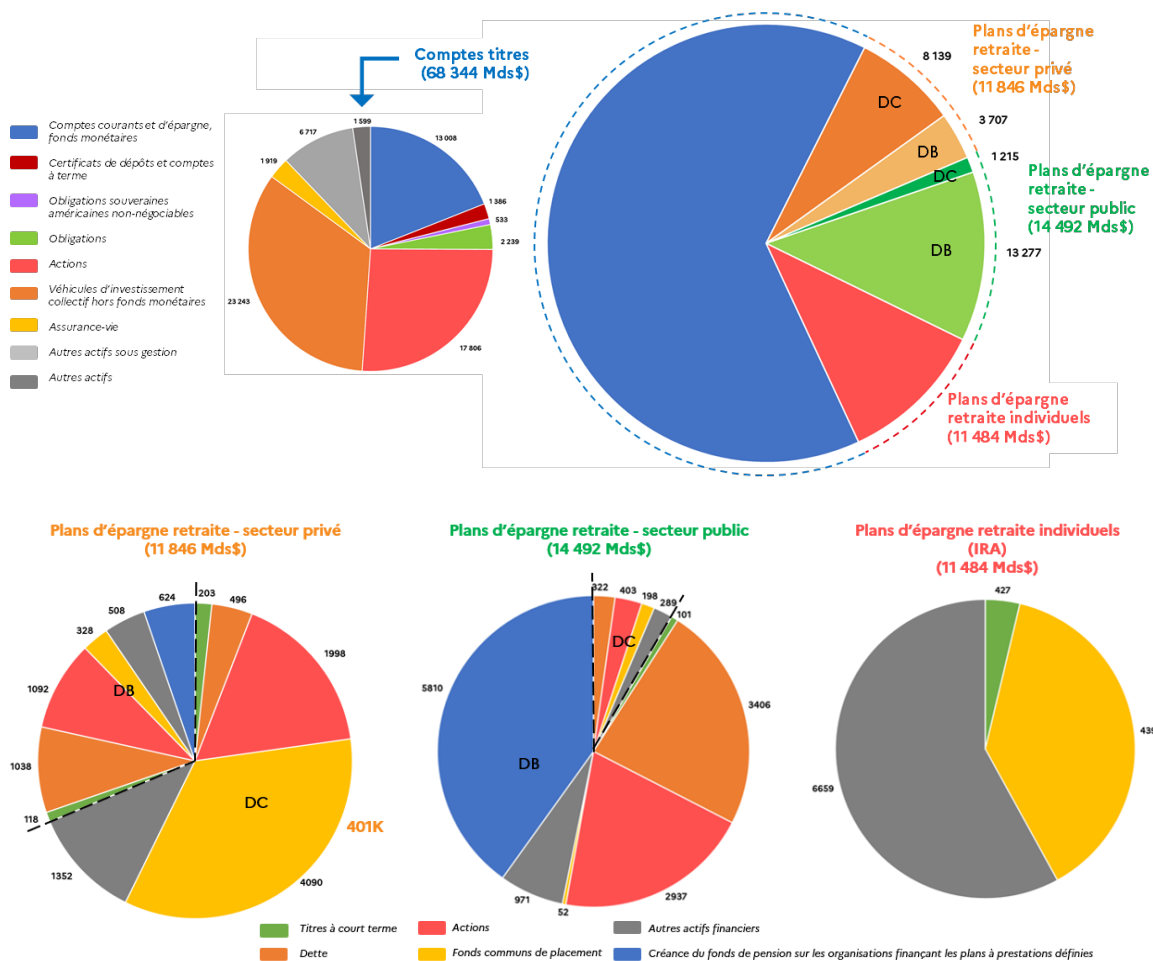
44 Une majoration de 1 point de pourcentage est appliquée au taux d'emprunt de l'Etat (1,94 %), avant imposition à un taux de 30 %, ce qui porte le taux d'imposition des actifs de l'ISK à 0,882 % en 2023.

45 Fed ([lien](#)), Congressional Research Service ([lien](#)), Investment Company Institute ([lien](#)), calculs Direction générale du Trésor.

46 Dans un régime à prestations définies, les pensions sont calculées à l'aide d'une formule unique qui tient compte en général du salaire en fin de carrière et de l'ancienneté dans l'entreprise. Dans ce type de régime, les entreprises sont tenues de verser à leurs salariés une pension préétablie pendant toute la durée de leur retraite, ce sont les entreprises qui portent ainsi le risque d'investissement. A l'inverse, dans un régime à cotisations définies, les prestations dépendent à la fois du montant des cotisations des salariés et de la performance des supports sur lesquels ces cotisations sont investies. Dans ce type de régime, les salariés sont partiellement libres de choisir les supports d'investissement : ils peuvent sélectionner notamment des actions, obligations ou parts de fonds parmi une sélection prédéfinie. Ce sont alors les salariés qui portent le risque d'investissement, le plan collectif le plus répandu dans le secteur privé étant le 401(k).

47 Aux origines de la désintermédiation bancaire américaine, BNP Paribas (Janvier 2016)

Graphique 26 : Allocation de l'épargne financière des ménages aux Etats-Unis (2022)⁴⁸



Source : comité d'experts

De manière générale, l'exemple de la France est révélateur des problématiques européennes en matière d'épargne. En effet, la France bénéficie d'une offre vaste de produits d'épargne, avec une part des produits liquides et garantis, investis principalement en produits de taux, qui représentent 59 % de l'épargne financière des ménages en 2022⁴⁹.

La France se distingue tout d'abord par la place de l'épargne réglementée qui représente 15 % de l'épargne financière des ménages, soit 871 Md€, avec notamment le Livret A (356 Md€) et le Livret de développement durable et solidaire (134 Md€), auxquels on peut ajouter le Plan d'épargne logement (283 Md€)⁵⁰. La majorité de ces livrets bénéficient d'une exonération totale de fiscalité combinée à une garantie de l'Etat et leurs plafonds élevés suffisent à la grande majorité des ménages pour placer leur épargne financière : à cet égard, moins de 8% des épargnants atteignent le plafond du Livret A⁵¹. Ainsi, la somme des plafonds des livrets réglementés applicables à un seul

⁴⁸ Le diagramme en haut à droite représente l'ensemble de l'épargne financière des ménages américains, composée de l'épargne en compte titre (décomposition dans le diagramme en haut à gauche), les plans d'épargne retraite collectifs privés (diagramme en bas à gauche), publics (diagramme en bas au milieu) et les plans d'épargne retraite individuels (diagramme en bas à droite).

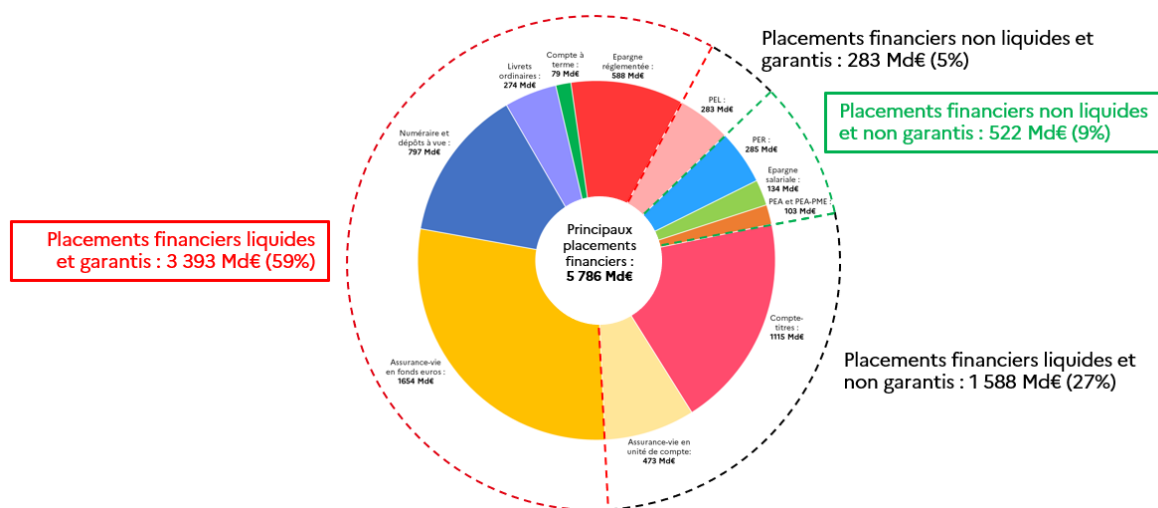
⁴⁹ Direction générale du Trésor

⁵⁰ Banque de France ([lien](#))

⁵¹ Banque de France ([lien](#))

épargnant (96 150 euros) permet de couvrir le patrimoine financier brut de 80% des ménages français, voire 95% en prenant la somme des plafonds pour un couple avec deux enfants⁵². Malgré des rendements faibles à long terme, les livrets réglementés dépassent dans la réalité leur simple rôle de support d'épargne de précaution, le Livret A étant le produit le plus plébiscité pour l'épargne retraite⁵³.

Graphique 27 : Allocation de l'épargne financière des ménages en France en 2022



Source : comité d'experts

Plus d'un tiers (315 Md€) de l'encours de l'épargne réglementée est centralisé à la Caisse des dépôts et constitue le passif du fonds d'épargne qui finance à l'actif des prêts à long terme en faveur du logement social et de la politique de la ville à hauteur de 174 Md€, ce qui ne représente qu'un peu plus de la moitié du bilan du fonds d'épargne, cette part ayant connu une diminution significative depuis 2016. Le fonds d'épargne dépasse ainsi significativement les ratios minimums obligatoires de liquidité⁵⁴, témoignant d'une allocation sous-optimale des encours. Le solde de l'actif du fonds d'épargne est composé principalement de titres financiers très liquides. Quant à l'encours de l'épargne réglementée non centralisé et conservé dans le bilan des établissements bancaires, il est soumis à une obligation d'emploi en faveur du financement des PME, de la transition écologique et de l'économie sociale et solidaire, mais qui reste théorique en raison de la fongibilité des bilans bancaires.

La France est également marquée par la domination relativement récente de l'assurance-vie, qui représente plus du tiers de l'épargne financière des ménages (cf. graphique 27), avec une forte prédominance des fonds euros offrant une garantie en capital (cf. graphique 28)⁵⁵. De par son volume d'encours, l'assurance vie joue un rôle

52 INSEE ([lien](#))

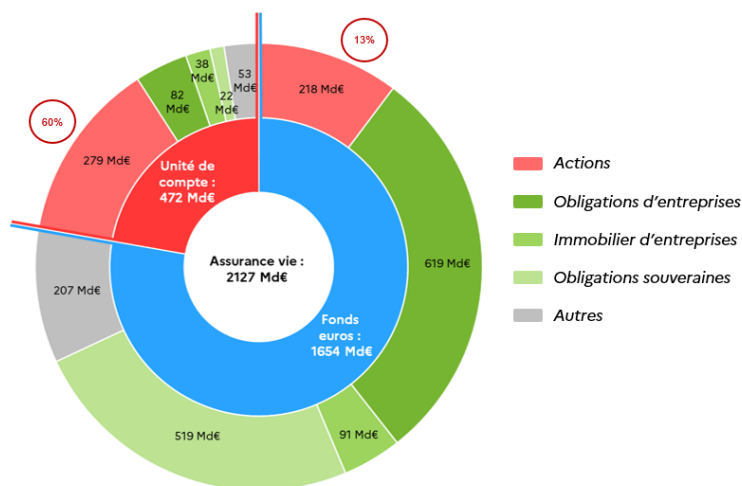
53 Sondage IPSOS pour Le Cercle des épargnants ([lien](#))

54 L'article L. 221-5 du Code monétaire et financier dispose que les dépôts du livret A et LDDS multipliés par le taux de centralisation doivent atteindre au moins 125 % du montant des prêts consentis au bénéfice du logement social et de la politique de la ville (fin 2022, ce ratio était de 184,2 %). Le décret n° 2013-688 du 30 juillet 2013 a mis en place un second ratio de couverture des prêts du Fonds d'épargne : la somme des fonds propres et des dépôts centralisés (au titre du livret A, du LDDS et du LEP) doit couvrir à hauteur de 135 % l'encours des prêts au bilan du Fonds d'épargne (à fin 2022, ce ratio était de 187,3 %).

55 France Assureurs ([lien](#))

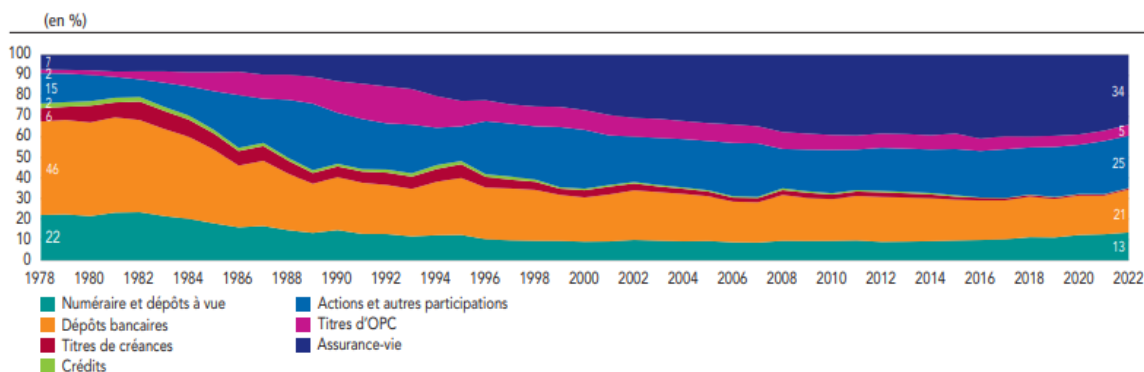
fondamental dans le financement de l'économie française et européenne. D'autant que l'actif de l'assurance-vie est marqué par un fort biais domestique⁵⁶ : près de 80% des actifs sont investis en Europe, et plus de la moitié en France. Mais cette épargne pourrait être davantage mobilisée pour les investissements en fonds propres, si les conditions de liquidité et de garantie étaient moins contraignantes. Moins d'un quart de l'actif de l'assurance-vie est investi en actions : si les actions représentent 60% de l'actif des unités de compte, elles ne représentent que 13% de l'actif des fonds euros.

Graphique 28 : Allocation de l'actif de l'assurance-vie en France en 2022



Source : Comité d'experts

Graphique 29 : Evolution de l'allocation du patrimoine financier des ménages français



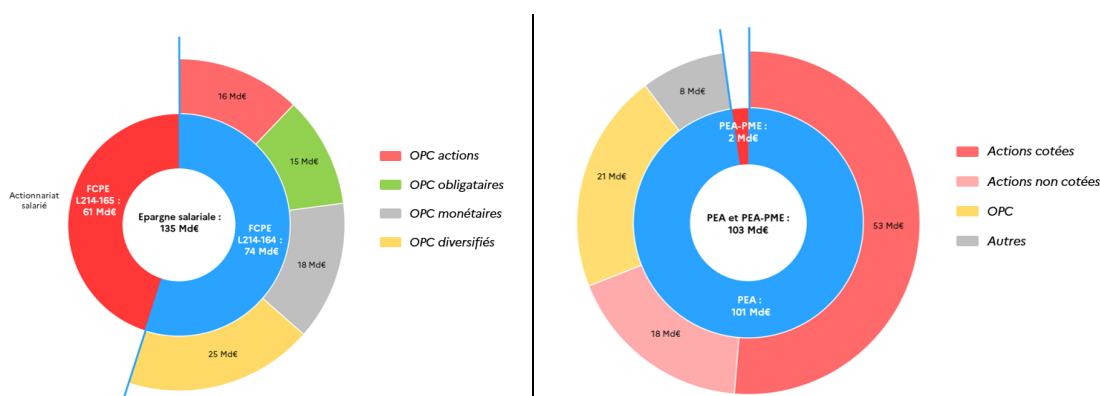
Source : Banque de France

Au-delà de l'épargne réglementée et de l'assurance-vie, les produits d'épargne non liquides et non garantis, nécessaires aux financements de long terme, occupent une place relativement modeste en France, représentant moins de 10% de l'épargne financière des ménages, répartis entre le Plan d'épargne retraite (PER), dont une part est néanmoins investie en fonds euros, l'épargne salariale et le Plan d'épargne en actions (PEA / PEA-PME) :

⁵⁶ France Assureurs ([lien](#))

- ◆ Concernant le PER (285 Md€⁵⁷), 54 % de l'encours des PER issus de la loi PACTE est investi en actions, soit 44 Md€, dont 6 % dans des actions de PME-ETI ;
- ◆ Concernant l'épargne salariale (134 Md€⁵⁸ - cf. graphique 30), 57 % de l'encours est investi en actions, soit 76,9 Md€ ;
- ◆ Quant au PEA (103 Md€⁵⁹), 71% de l'encours est placé en actions, soit 74 Md€.

Graphique 30 : Allocation de l'épargne salariale (gauche) et du PEA / PEA-PME (droite) en France en 2022



Source : Comité d'experts

2.3. Aussi est-il recommandé de développer, à partir des meilleures pratiques nationales, des produits de long terme investis en Europe

En méthode, l'échec du produit paneuropéen d'épargne-retraite individuelle (PEPP)⁶⁰, le foisonnement des produits et la spécificité des cadres nationaux invitent à privilégier une approche décentralisée, fondée sur des principes communs, mis en œuvre au niveau national par les Etats volontaires.

Proposé par la Commission européenne en juin 2017 et entré en application en mars 2022, le PEPP a mis en évidence les obstacles majeurs à l'émergence d'un nouveau produit d'épargne européen standardisé au sein de l'UE en recourant à la procédure législative ordinaire. Malgré l'objectif louable de créer un produit permettant de dépasser la diversité des règles nationales afin de favoriser la concurrence au bénéfice des épargnants tout en facilitant l'orientation de l'épargne vers les besoins de financement de long terme, la création du PEPP s'est heurtée au cours des négociations à des difficultés en matière notamment de fiscalité et de tarification. D'une part, la diversité des règles fiscales au sein de l'UE a imposé la mise en place, pour un même contrat, d'un système complexe de sous-comptes nationaux hermétiques permettant de soumettre le produit au régime fiscal de chaque Etat membre. En outre, l'absence

⁵⁷ Direction générale du Trésor. Données comprenant les anciens produits retraites (PERCO, Madelin, Art. 83...) ainsi que les trois nouvelles catégories de produits issues de la loi PACTE de 2019 (PER individuel, PER collectif et PER obligatoire).

⁵⁸ AFG ([lien](#))

⁵⁹ Banque de France ([lien](#))

⁶⁰ Règlement (UE) 2019/1238 du Parlement européen et du Conseil du 20 juin 2019 relatif à un produit paneuropéen d'épargne-retraite individuelle (PEPP) ([lien](#))

d'incitations fiscales a réduit d'autant plus l'intérêt du produit pour les épargnants dans la mesure où il peut apparaître moins attractif que certains produits d'épargne nationaux. D'autre part, le PEPP est soumis à un plafonnement restrictif des frais, limités à 1 % du capital accumulé, qui n'incite pas les fournisseurs à proposer un tel produit et qui réduit mécaniquement l'univers d'investissement aux instruments financiers les plus liquides et les moins risqués répondant ainsi peu aux besoins de financement de long terme. Par conséquent, la proposition initiale de la Commission a débouché sur un compromis dont la complexité et les contraintes portent atteinte au développement du PEPP.

Dans ces conditions, afin de maximiser les chances de succès, il apparaît plus efficace d'adopter une approche intergouvernementale pour proposer une nouvelle classe de produits d'épargne européen sous la forme d'un label dont les Etats membres intéressés pourront se saisir en adaptant éventuellement certains de leurs produits d'épargne nationaux ou en créant de nouveaux. Au lieu de chercher à créer une nouvelle fois un produit d'épargne européen unique, il semble plus simple et plus rapide, sans être pour autant moins efficace, de permettre aux Etats membres volontaires d'appliquer un label européen à leurs produits d'épargne nationaux qui en respecteraient le cahier des charges, sous réserve d'éventuelles adaptations.

L'enjeu de portabilité entre Etats membres pourrait être traité via un régime de transférabilité sans frottement fiscal. L'importance de cet enjeu ne doit pas être surestimée, les parcours d'épargne restant avant tout nationaux. Un des bénéfices du label pourrait toutefois consister à permettre le transfert des fonds d'un produit labellisé à un autre produit labellisé entre Etats membres sans aucune fiscalité.

Sur le fond, six principes fondamentaux devraient être consacrés dans les critères du label, afin d'orienter efficacement l'épargne des ménages vers les financements de long terme.

1. Un horizon d'investissement de long terme : restreindre la liquidité de l'épargne apparaît nécessaire pour répondre aux besoins d'investissement à long terme, en particulier en fonds propres, qui sont par nature plus risqués mais essentiels pour soutenir l'innovation, la compétitivité et la croissance. Pour autant, une liquidité de circonstance reste nécessaire pour dissiper les craintes des épargnants sur la disponibilité de leur épargne et encourager ainsi le plus grand nombre à y souscrire, notamment les plus jeunes. La retraite devrait être l'échéance par défaut du produit, mais pas sa seule finalité. En complément de la sortie en capital ou en rente⁶¹ à la retraite, il apparaît nécessaire de prévoir quelques cas de déblocage anticipé correspondant aux principaux événements de la vie. En dehors de ces cas de déblocage, les retraits pourraient être fiscalement pénalisés ou tout simplement impossibles.

2. L'exposition au risque : les produits labellisés ne devraient pas bénéficier d'une garantie permanente. Offrir une garantie en capital complète et à tout instant contraint fortement la capacité des intermédiaires financiers à investir dans des actifs risqués, et notamment en fonds propres, *a fortiori* si le produit est liquide et que les encours peuvent être facilement retirés. A noter que si ce produit d'épargne bénéficie par défaut d'une gestion pilotée par horizon (voir *infra*), le capital et les intérêts accumulés devraient être progressivement sécurisés par l'intermédiaire d'une allocation d'actifs de moins en moins risquée à l'approche de la date de liquidation. Par conséquent, sous

⁶¹ De surcroît, la sortie en rente pourrait aussi dans certains cas allonger la durée de l'épargne tout en offrant un revenu garanti à vie.

réserve de respecter ces modalités, il serait éventuellement possible de prévoir une forme de garantie à l'échéance du produit seulement, c'est-à-dire à la retraite, mais en aucun cas à tout instant lors d'un déblocage anticipé.

3. Une gestion pilotée par défaut : afin de maximiser la performance de l'allocation de l'épargne, ces produits devraient suivre par défaut une gestion pilotée par horizon. L'allocation des encours dépendrait ainsi du profil de risque des épargnants qui déterminerait le rythme de sécurisation de l'épargne et la part d'actifs à faible risque à prévoir à l'approche de la date d'échéance du produit. Le pilotage des encours par des intermédiaires financiers permettrait d'optimiser l'allocation de l'épargne vers des actifs de long terme en tenant compte de la tolérance au risque des épargnants. Au-delà d'une gestion pilotée mise en place par défaut, les épargnants qui souhaiteraient s'investir plus directement dans le placement de leur épargne auraient également le choix d'opter pour une gestion libre, celle-ci leur permettant de sélectionner des titres financiers au sein d'un univers précis.

4. Pour les salariés, un rôle clé à confier à l'employeur : les produits labellisés devraient être proposés sous un format collectif dans le cadre de l'entreprise, à la fois pour encourager la diffusion de ce nouveau produit et multiplier les sources de versement mais aussi pour permettre aux épargnants de bénéficier d'un produit compétitif et accessible. L'adhésion à ce produit pourrait être ainsi prévue par défaut par les entreprises, les salariés gardant néanmoins la possibilité de ne pas y souscrire. Ce nouveau produit pourrait être également alimenté à la fois par les versements volontaires des salariés, ponctuels ou programmés, mais aussi par des abondements versés par l'employeur. Combiner adhésion par défaut et versements réguliers faciliterait la démarche d'épargne des salariés, en particulier pour les plus jeunes et les plus modestes, tout en favorisant la diffusion et la hausse des encours de ce produit qui constituerait une nouvelle ressource significative de financement à long terme. En outre, l'épargne collective se révèle particulièrement compétitive en matière de coût et de performance comparée aux autres produits d'épargne car elle ne supporte pas de coûts de distribution. Pour les non-salariés (auto-entrepreneur), des mécanismes d'adhésion à ces produits collectifs pourraient également être mis en place.

5. Une fiscalité attractive : il est essentiel que ces produits d'épargne européens bénéficient d'un régime fiscal privilégié afin d'encourager l'adhésion du plus grand nombre d'épargnants et soutenir ainsi cette nouvelle ressource utile aux investissements de long terme. Les versements sur ce produit devraient pouvoir être déductibles des revenus imposables dans la limite d'un certain montant ou donner lieu à un crédit d'impôt dans une démarche de démocratisation de l'épargne longue pour en faire un produit européen populaire. Alternativement, les gains pourraient bénéficier à la sortie d'une exonération partielle d'impôt et de prélèvements sociaux. Ce nouveau produit d'épargne européen pourrait aussi offrir un avantage fiscal en matière de droits de succession pour affirmer sa place parmi une offre de produits d'épargne déjà dense et compétitive. S'il paraît complexe d'aboutir à un régime fiscal parfaitement uniforme entre Etats membres, il conviendrait au moins d'appliquer à ce nouveau produit d'épargne européen le régime fiscal national le plus favorable.

6. Un fléchage des investissements en Europe : enfin, l'objectif de ces produits étant de mieux orienter l'épargne des ménages européens vers les besoins d'investissements au sein de l'UE, un seuil minimum d'investissement dans des actifs européens apparaît incontournable, par exemple à hauteur de 80 % ou plus. Plus généralement, **il est**

recommandé que tout produit bénéficiant d'une fiscalité avantageuse soit assorti d'une contrainte d'investissement en Europe.

Ces produits pourraient utilement être **articulés avec des initiatives de co-investissement publics** conçues pour stimuler des segments de financement spécifiques. Les encours placés via ce produit pourraient être investis dans des fonds bénéficiant d'abondement de ***l'European Tech Champions Initiative (ETCI)*** ou dans tout autre dispositif national ou européen de co-investissement public privé, par exemple sur le segment des PME cotées⁶².

L'impact de ces nouveaux produits européens pourrait se chiffrer en centaines de milliards d'euros de flux annuels vers l'investissement de long terme en Europe. Compte tenu des principes énoncés précédemment, plusieurs produits d'épargne existant actuellement au sein de l'UE pourraient être candidats à ce label, sous réserve de certaines modifications. Par exemple, le PER d'entreprise collectif ou obligatoire en France, comme certains plans d'épargne en Allemagne (*Betriebsrente*) et en Espagne (*Planes de Pensiones de Empleo*) pourraient être éligibles.

En se fondant sur le modèle de l'épargne salariale en France, qui bénéficie à près de la moitié des salariés et qui représente environ un mois de salaire chaque année⁶³, il est estimé que ce nouveau produit d'épargne européen pourrait capter environ 200 Md€ d'épargne par an, à comparer aux 600 Md€ de flux annuel de placements financiers des ménages au sein de la zone euro⁶⁴.

⁶² En France par exemple, le Président de la République a annoncé le 19 mars 2024 le lancement par la Caisse des dépôts d'un fonds public d'investissement dotés de 500 M€ pour renforcer l'écosystème d'investissement dans les PME et ETI cotées. Des initiatives similaires existent dans d'autres pays et pourraient être étendues à d'autres segments.

⁶³ DARES ([lien](#))

⁶⁴ Eurostat, calculs Direction générale du Trésor

3. Une relance ambitieuse de la titrisation est indispensable

3.1. La titrisation est un outil indispensable pour allouer efficacement le risque mais elle est sous-développée en Europe

En distribuant le risque aux investisseurs les mieux à même de le porter, la titrisation permet d'accroître les capacités de prêts à l'économie réelle. La titrisation est le processus par lequel un portefeuille de prêts ou le risque de crédit associé est transformé en titres négociables. Un véhicule autonome dédié acquiert le portefeuille de prêts auprès de l'initiateur et le conserve à son actif. Il est à noter que l'initiateur du prêt est souvent, mais pas toujours une banque, les originateurs non bancaires jouant un rôle essentiel sur le marché. Afin de financer cette acquisition, le véhicule émet des titres auprès d'investisseurs. Ces titres sont regroupés en tranches selon leur niveau de séniorité : les tranches les plus basses (« junior ») subissent en priorité les pertes survenant dans le portefeuille d'actifs sous-jacents et procurent un rehaussement de crédit aux tranches supérieures (« senior »). Ainsi la titrisation permet de transformer des prêts non-échangeables et caractérisés par des profils de risques spécifiques en titres financiers liquides et homogènes. Le « tranchage » du risque permet de générer des actifs présentant différents couples rendements-risques et de répondre par ce biais à la demande variée de différents types d'investisseurs (fonds de pension, assureurs, fonds d'investissement).

Fondamentalement, la titrisation permet de spécialiser chaque acteur de la chaîne du crédit, dans la tâche qu'il est le mieux à même d'exercer : l'origination de la créance et la relation client pour la banque ou plus largement l'initiateur, le financement pour l'investisseur senior et le portage du risque pour l'investisseur junior.

Dans le contexte européen marqué par la prédominance des banques, la titrisation a vocation à jouer un rôle d'autant plus important dans le financement de l'économie.

Un consensus politique de plus en plus large se dégage pour reconnaître la titrisation comme un outil indispensable au financement de l'économie européenne. En 2020, le *High Level Forum* sur l'Union des marchés de capitaux identifiait déjà le développement de la titrisation comme une priorité de premier rang⁶⁵. Le 7 mars 2024, le Conseil des gouverneurs de la BCE a confirmé cette priorisation en appelant à « ce que le marché européen de la titrisation puisse jouer son rôle dans le transfert des risques en dehors des banques pour permettre à ces dernières de fournir davantage de financement à l'économie réelle, tout en créant des opportunités pour les investisseurs des marchés de capitaux. »⁶⁶. Le 11 mars 2024, l'Eurogroupe a placé la relance de la titrisation au premier rang de ses priorités⁶⁷.

⁶⁵ *Final report of the high level forum on the capital markets union, 2020* ([lien](#))

⁶⁶ Statement by the ECB Governing Council on advancing the Capital Markets Union, 7 March 2024 ([lien](#))

⁶⁷ Statement of the Eurogroup in inclusive format on the future of Capital Markets Union, 11 mars 2024 ([lien](#))

Cette approche se justifie par les multiples bénéfices qu'offre la titrisation pour une économie largement bancarisée. En effet, la titrisation est à la fois un outil de refinancement et de gestion du capital pour les banques :

- ◆ La fonction de refinancement n'est certes pas la principale valeur ajoutée de cet outil dans la mesure où les banques disposent d'autres sources de financement, en particulier les dépôts et les obligations sécurisées (*covered bonds*)⁶⁸. Toutefois, la titrisation peut permettre une diversification des sources de financement. Les actifs titrisés peuvent également servir de collatéral, pour l'accès au refinancement par la banque centrale. Ce cas d'usage a été particulièrement significatif dans le contexte des programmes d'assouplissement quantitatif ;
- ◆ Surtout, la titrisation permet la déconsolidation de l'essentiel⁶⁹ des actifs et du risque associé et ainsi une utilisation plus efficiente de leur capital par les banques. La déconsolidation des actifs permet de maintenir un effet de levier constant tout en augmentant les volumes de prêts émis. La déconsolidation du risque permet quant à elle de dégager des ressources pour le ratio de solvabilité. Cet effet déconsolidant ne peut être obtenu par l'émission de *covered bonds*.

Par ces deux fonctions, la titrisation peut significativement accroître la capacité de prêts des banques. Certes, cet impact n'est pas automatique : il dépend notamment de la demande de crédit des entreprises, qui elle-même est déterminée par le contexte macroéconomique et l'accès aux financements de fonds propres. Mais si ces conditions sont réunies, alors le refinancement permis par la titrisation renforce la résilience des banques en termes de liquidité. Surtout, la déconsolidation permet une plus grande vélocité bilantielle qui peut augmenter l'offre de prêts, à la fois directement et indirectement. Directement, la titrisation permet de prêter davantage avec un capital constant. Indirectement, la vélocité bilantielle accrue permise par la titrisation accroît la rentabilité sur capital des banques et, ainsi, leur capacité à lever des capitaux supplémentaires. Le moindre recours à la titrisation par les banques européennes en comparaison de leurs paires américaines expliquerait un cinquième de l'écart de rentabilité sur actifs sur la décennie 2020⁷⁰.

Enfin, parmi les pistes d'approfondissement de l'Union des marchés de capitaux, la titrisation se distingue par sa capacité à monter en charge presque immédiatement. Les besoins de financement de la double transition sont non seulement massifs mais également urgents. Ils nécessitent un changement d'échelle des capacités de financement de l'Union dès la décennie 2020. Or, la titrisation permet de connecter sans délais la capacité de financement des marchés aux canaux de distribution des banques, déjà constitués et éprouvés.

Pourtant, en dépit de ces besoins et d'un historique robuste, le marché européen de la titrisation s'est effondré à partir de 2008 et ne s'est jamais rétabli ensuite.

Etroitement encadrés et supervisés, les actifs titrisés émis en Europe ont démontré leur résilience sur longue période, y compris durant la grande crise financière. Sur l'ensemble

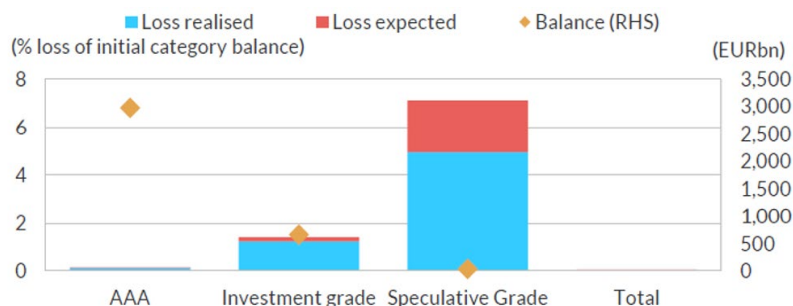
⁶⁸ Les *covered bonds* sont des instruments financiers émis par les établissements de crédit, à des fins de refinancement. Adossés à des prêts hypothécaires ou des créances publiques, ces actifs offrent un double niveau de sécurité à l'investisseur : la signature de la banque émettrice et les actifs placés en collatéral. A la différence des actifs titrisés, dont le risque dépend uniquement du portefeuille de prêts sous-jacents.

⁶⁹ La banque doit conserver au minimum 5 % des encours et du risque.

⁷⁰ Analyse de la direction générale du Trésor, 2021.

des classes d'actifs titrisés (cf. graphique 31), les pertes sont concentrées sur les segments spéculatifs, qui représentent une part négligeable des encours.

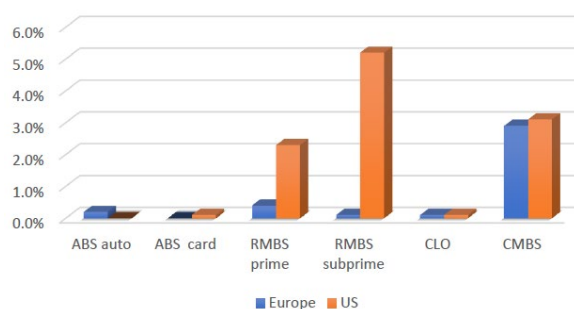
Graphique 31 : Pertes totales sur actifs titrisés émis en Europe de 2000 à 2020 selon la notation de crédit



Source: Fitch Ratings, "Global Structured Finance Losses: 2000-2020 Issuance", March 2021

Cet historique de performance se distingue nettement de celui des titrisations américaines, en particulier sur le segment des prêts résidentiels (RMBS). Selon *Standard and Poor's*⁷¹, les défauts observés sur l'ensemble des tranches de RMBS américains de la grande crise financière à 2015 s'élevaient à 22,97 %, contre 0,14 % pour les RMBS européens. Si l'on considère les seuls tranches seniors (AAA à AA- à l'émission), aucune perte n'a été enregistrée sur les RMBS européens, et ce alors que certaines zones du continent connaissaient une hausse historique des taux de chômage et une correction forte des marchés immobiliers. Cet écart témoigne du fait que les principaux facteurs de la crise n'étaient pas à rechercher dans le recours à la titrisation mais dans les défaillances de l'origination de crédits aux Etats-Unis.

Graphique 32 : Défaut à un an moyen des actifs titrisés émis aux Etats-Unis et en Europe depuis 1973



Source : AFME d'après S&P ([lien](#))

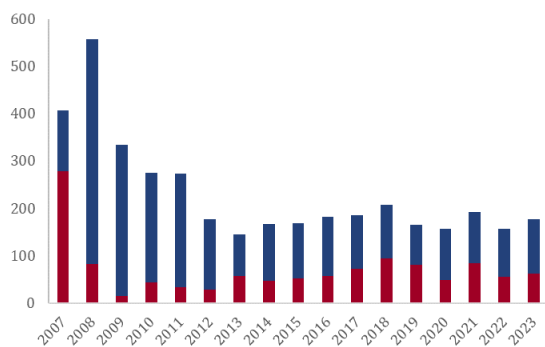
Malgré cet historique, le marché de la titrisation s'est effondré en Europe, en particulier sur le segment des émissions publiques et physiques⁷². Entre 2007 et 2022, les volumes

⁷¹ Cité par PCS, Response to FSB consultation ([lien](#))

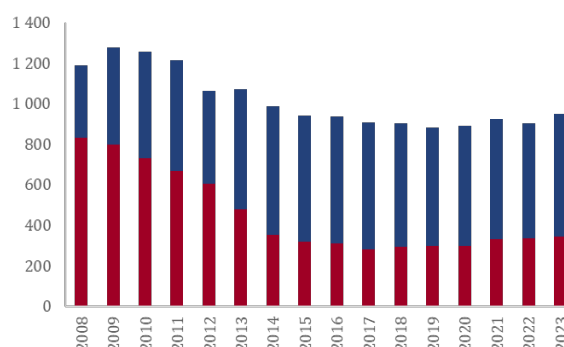
⁷² Les titrisations physiques (ou *cash* ou *true sale*) se caractérisent par la cession du portefeuille de prêts au véhicule de titrisation. Les prêts quittent ainsi le bilan de l'initiateur qui trouvent dans l'opération à la fois une source de refinancement et de déconsolidation du risque. A l'inverse, les titrisations synthétiques (ou *on balance sheet*) correspondent au transfert du seul risque de crédit par la conclusion d'un contrat de couverture. Le risque est déconsolidé mais les actifs ne quittent pas le bilan de l'initiateur.

totaux d'émissions annuelles d'actifs titrisés sont passés 407 à 157 Md€ soit une baisse de 61% (cf. graphique 33). Surtout, la part de ces émissions placées publiquement a connu une baisse encore plus rapide (- 80 %), signe de l'assèchement de la liquidité sur le marché. Cette évolution des émissions annuelles s'est naturellement transmise à la composition des encours, désormais dominée par les titrisations retenues au bilan des banques⁷³ (+ 34 pp depuis 2008 pour atteindre 64 % - cf. graphique 34).

Graphique 33 : Volumes annuels d'émissions d'actifs titrisés en Europe (2008-2023)



Graphique 34 : Encours des actifs titrisés en Europe (2008-2023)



■ Placed ■ Retained

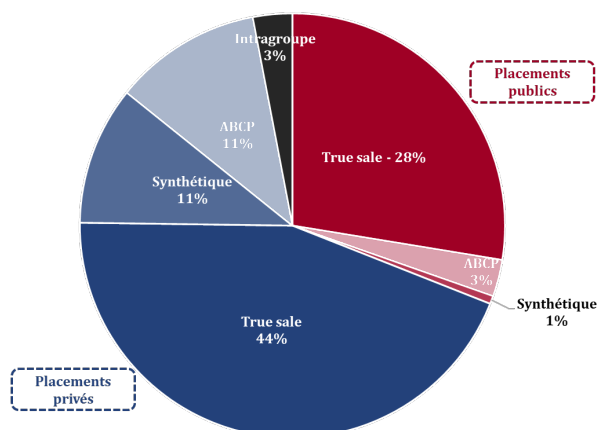
Source : AFME ([lien](#))

A côté de ce marché public en attrition se développe certes un segment privé, mais il ne saurait répondre à l'ampleur des besoins (cf. graphique 35). Les transactions faisant l'objet d'un placement privé représenteraient désormais 66 % des volumes totaux, contre 31% pour les transactions publiques. Au sein du segment privé, les titrisations synthétiques connaissent aussi un rapide développement, notamment parce que leur nature bilatérale permet des coûts de structuration moindres⁷⁴.

⁷³ Ces titrisations retenues n'ont pas d'effet déconsolidant. Elles permettent seulement de générer des actifs éligibles comme collatéral.

⁷⁴ ECB, *A new high for significant risk transfer securitisations*, 2023 ([lien](#))

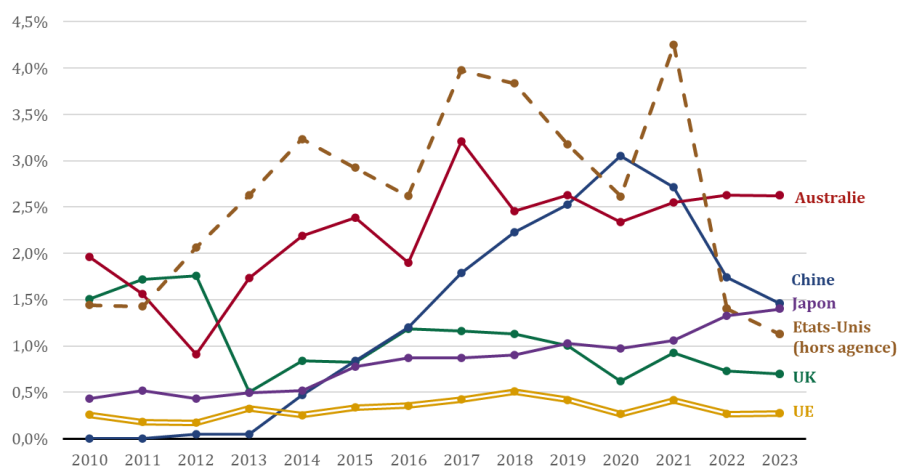
Graphique 35 : Composition des émissions publiques et privées de titrisations dans l'Union (2021)



Source : Joint Committee advice on the review of the securitisation prudential framework, 2022 ([lien](#))

L'effondrement durable de la titrisation publique ne s'observe pas dans les autres juridictions comparables. Les émissions européennes sur l'année 2023 représentaient 0,3 % du PIB en Europe contre 2,6 % en Australie, 1,4 % au Japon et 0,7 % au Royaume-Uni (cf. graphique 36)⁷⁵. S'il convergerait avec les volumes observés dans ces juridictions, le marché européen de la titrisation pourrait ainsi être multiplié par un facteur compris entre 2 et 9.

Graphique 36 : Emissions annuelles d'actifs titrisés en proportion du PIB dans six juridictions (2010-2023)



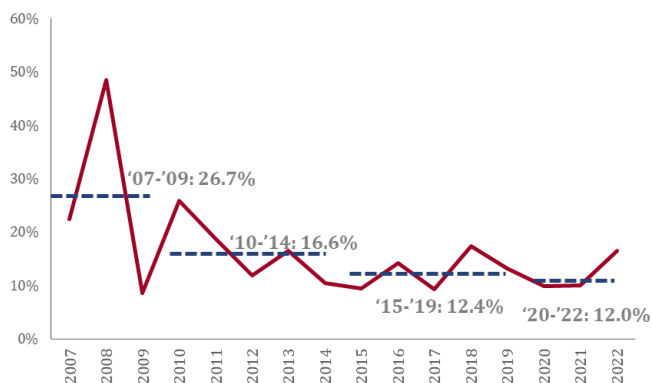
Source : AFME, 2023 ([lien](#))

Surtout l'écart se creuse avec les Etats-Unis, même lorsque la part du marché relevant de dispositifs de garantie publique (cf. 3.3) est exclue. Entre 2020 et 2022, les émissions

⁷⁵ A noter que la baisse récente des volumes américains s'explique essentiellement par l'effet de la hausse des taux sur l'origination de prêts (-17% pour les leveraged loan, 43% pour les crédits immobiliers commerciaux et -36 % pour les crédits résidentiels en 2023 par rapport à 2022). En dépit de cette baisse, les volumes américains restent près de trois fois supérieurs aux volumes européens en proportion du PIB.

européennes ont représenté en moyenne 12 % des émissions américaines, contre 27 % entre 2007 et 2009 (cf. graphique 37).

Graphique 37 : Emissions annuelles d'actifs titrisés en Europe en proportion des émissions annuelles américaines hors agence (2007-2022)



Source : AFME ([lien](#))

3.2. La première priorité consiste à corriger rapidement le cadre réglementaire et prudentiel de la titrisation

L'explication du déclin du marché européen de la titrisation est bien, pour une large part, d'ordre réglementaire et prudentiel.

Certes, des facteurs macroéconomiques conjoncturels ont pu jouer à l'encontre du développement de la titrisation : sur la décennie 2010, l'abondante liquidité offerte par la banque centrale a pu limiter l'intérêt de la titrisation pour les banques tandis que les taux bas ont pu contraindre la rémunération des actifs titrisés. Mais ces facteurs macroéconomiques s'observent également dans d'autres juridictions, qui n'ont pas vu leurs volumes de titrisations s'effondrer (cf. *supra*).

Une autre explication de l'atonie du marché européen aurait trait, selon certains, à la vigueur du marché des covered bonds. Or, la titrisation et les *covered bonds* ne sont pas des outils alternatifs mais complémentaires : s'ils permettent tous deux le refinancement, la titrisation concerne davantage de types de prêts et elle est seule à même d'offrir une déconsolidation du risque. Surtout, le volume cumulé des encours de titrisations et de *covered bonds* en Europe reste, selon les données de l'ABE⁷⁶, quatre fois inférieurs à l'encours total de titrisations américaines. Aussi le développement de la titrisation ne nécessite-t-il en aucun cas une éviction des *covered bonds*.

C'est bien la spécificité réglementaire et prudentielle de l'Europe qui explique son décrochage. L'écart est particulièrement marqué par rapport aux Etats-Unis (cf. tableau 1). De manière générale, les Etats-Unis n'ont pas mis en œuvre les règles de Bâle III dans ce domaine et les derniers développements politiques semblent indiquer que cette situation ne changerait pas à court terme. Les charges en capital sont dans l'ensemble plus faibles pour les investisseurs bancaires comme assurantiels. Les règles de structuration des transactions, de *reporting* et de *due diligence* sont également plus permissives.

⁷⁶ Joint Committee advice on the review of the securitisation prudential framework, 2022 ([lien](#))

Tableau 1 : Comparaison du cadre réglementaire et prudentiel de la titrisation dans l'Union européenne et aux Etats-Unis (non-exhaustive)

		Union européenne	Etats-Unis
Traitement prudentiel pour les banques	Solvabilité (p-factor) ⁷⁷	<p>Approche standard :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Non-STS : 1 - STS : 0.5 <p>Modèle interne : minimum à 0,3</p>	<p>Approche standard : 0,5</p> <p>Modèle interne : Implicitement proche de zéro</p> <p>Agency MBS : traitement prudentiel très favorable (pas de p-factor et pondération à 0% ou 20%)</p>
	Liquidité (éligibilité LCR)	<p>Senior STS: HQLA level 2b (décôte 25-35 %)</p> <p>Non-STS: non éligible</p>	<p>Agency MBS: HQLA 2a (décote de 15%)</p>
Traitement prudentiel pour les assureurs		<p>Niveau de capital élevé : charge plus élevée pour une tranche senior que pour une exposition directe au même pool.</p> <p>Faible différenciation du risque (pas de distinction entre les tranches non STS)</p>	<p>Charges modérées.</p> <p>Différenciation fine du risque : barème à 21 catégories selon la notation des tranches</p>
Règles de structuration	Rétention du risque	Obligatoire	Facultative
	Re-titrisation	Interdite	Permise
	Reporting et due diligence	Obligations spécifiques	Obligations générales au titre du droit des titres (<i>securities law</i>)

⁷⁷ DG FISMA, Non-paper on the review of the securitisation prudential framework, février 2023

En réalité, la réponse réglementaire que l'Europe a apportée à la crise est restée incomplète et, de ce fait, disproportionnée au regard des risques. En réponse à des pratiques qui n'avaient cours qu'aux Etats-Unis, la première réaction de l'Europe a consisté à accroître les charges en capital associés aux actifs titrisés pour prévenir tout risque d'instabilité financière. Les exigences de fonds propres imposées aux banques ont augmenté de 105 %⁷⁸. Un principe de non neutralité a été introduit dans les réglementations bancaires et assurantielles afin de tenir compte du risque d'agence et de modèle spécifique à la titrisation⁷⁹. Des exigences fortes de *reporting* et de *due diligence* ont également été imposées de manière large aux participants de marchés.

Or, depuis la calibration de ces contraintes, le marché de la titrisation a évolué. De nombreuses mesures mises en œuvre depuis la crise ont utilement contribué à la disparition des pratiques de marchés nocives pour la stabilité financière, notamment via l'exigence de rétention du risque et l'interdiction de la re-titrisation, qu'il n'est pas proposé de remettre en cause.

Plusieurs initiatives visant à adapter le cadre et à renforcer sa proportionnalité ont été lancées depuis lors mais elles sont restées insuffisantes. En 2021, dans le cadre de la relance post-COVID, la Commission a introduit un nouveau régime de labellisation STS pour les titrisations synthétiques et amendé le traitement des titrisations de prêts non-performants. En 2023, dans le cadre du paquet bancaire, une dérogation temporaire a été introduite pour limiter l'impact de la future introduction de l'*output floor*, mais sans amélioration par rapport à l'état actuel du droit.

Dans ce contexte, la première priorité doit être de restaurer la base investisseur du marché de la titrisation, en corrigeant le cadre prudentiel applicable aux assureurs. Ces derniers, qui représentent l'essentiel des encours institutionnels en Europe, se sont largement retirés du marché. En 2022, selon l'EIOPA⁸⁰, seuls 12 % des assureurs investissaient dans des produits titrisés pour un montant total de 18 Md€⁸¹. Un cercle vicieux semble s'être amorcé dans lequel le manque de demande émanant des assureurs entretient l'atonie du marché, ce qui obère son attractivité pour l'ensemble des investisseurs, y compris les assureurs.

Bien sûr, aucune réforme prudentielle ne pourra à court terme transformer radicalement l'allocation des assureurs, qui est également déterminée par l'environnement macroéconomique, la comparaison des couples rendements-risques entre classes d'actifs et les pratiques d'investissement ancrées. Mais pour inciter les assureurs européens à revenir sur le marché de la titrisation, il convient de recalibrer le

⁷⁸ [Joint Committee advice on the review of the securitisation prudential framework, 2022 \(lien\)](#)

⁷⁹ Les risques de modèle et d'agence résultent de l'asymétrie d'information et du désalignement potentiel des intérêts entre l'initiateur et l'investisseur d'une titrisation, ce dernier pouvant, contrairement au premier, avoir une connaissance et une compréhension limitées du portefeuille sous-jacent et des hypothèses qui sous-tendent la répartition du risque de crédit. Les facteurs de correction pour non-neutralité garantissent qu'un investissement dans les tranches de titrisation est soumis à une charge de fonds propres plus élevée qu'un investissement direct dans les actifs sous-jacents.

⁸⁰ Source : questionnaire EIOPA (2022).

⁸¹ A comparer aux 9 205 Md€ d'actifs détenus par les assureurs soumis à Solvabilité 2 (dont 3 133 Mds d'obligations, 108 Mds d'immobilier direct, et 335 Mds de prêts et prêts hypothécaires). Ces données contrastent nettement avec la situation américaine où les prêts titrisés représentent 23 % du portefeuille obligataire des assureurs.

traitement prudentiel de ces actifs, dans une perspective de stricte proportionnalité aux risques. Deux types de mesures sont nécessaires :

- ◆ baisser les charges en capital : cette baisse est en particulier indispensable pour les tranches non-seniors STS et les créances les mieux notées de la catégorie non-STs, dont l'historique de performance montre qu'elles sont surcapitalisées au regard de leur risque⁸² ;
- ◆ autoriser une appréciation du risque plus granulaire : cela passerait par une segmentation de la catégorie non STS en deux sous-catégories (*senior / junior*) ainsi que la création pour les titrisations STS d'une nouvelle tranche mezzanine.

Dans le champ bancaire, l'éligibilité accrue des titrisations aux coussins bancaires de liquidité (LCR) sera également nécessaire pour accroître la base investisseur. Les tranches *seniors* STS, aujourd'hui catégorisées 2b, devraient être promues au niveau 2a et les tranches *seniors* non-STs devraient être rendues éligibles au niveau 2b, avec des décotes comparables à celles appliquées aux *covered bonds* de notation équivalente.

La deuxième priorité consiste à simplifier les règles de transparence pour faciliter à la fois l'émission et l'acquisition d'actifs titrisés.

S'agissant du *reporting*, il est nécessaire d'alléger le contenu et de mieux délimiter le champ d'application des disclosure templates de l'ESMA :

- ◆ Pour les placements privés, qui se caractérisent par une association étroite de l'investisseur aux travaux de structuration, l'obligation de transmission d'informations standardisées n'est pas adaptée aux besoins spécifiques d'informations des investisseurs. La titrisation privée ne doit toutefois pas échapper à toute mesure de transparence, au risque d'obérer la liquidité de l'ensemble du marché. Aussi une exemption de la titrisation privée des exigences de *reporting* nécessiterait-elle au préalable une définition stricte de son périmètre⁸³ et la création d'une nouvelle règle d'enregistrement de ces transactions sur un référentiel public ;
- ◆ Pour les placements publics, un allègement des *templates* est nécessaire dans une perspective d'alignement avec les *reportings* d'ores et déjà demandés par les investisseurs et les agences de notation, ainsi que par la BCE.

Concernant les obligations de due diligence, il conviendrait de distinguer les pratiques et règles nécessaires par segments de marché et nature et durée du risque pris : marché privé, marché public, opérations court-terme, opérations synthétiques. De plus, les

⁸² AFME, *ABS and covered bonds risk and Solvency II capital charges*, 2022 ([lien](#)). Voir également EIOPA, *joint committee advice on the review of the securitisation prudential framework (insurance)*, 2022 ([lien](#)) et notamment le tableau ci-dessous (p. 24 – charges en capital pour une durée de 10 ans):

	Credit quality step 1	Credit quality step 2	Credit quality step 3
Covered bonds	7%	-	-
Bonds/loans	8,5 %	20%	58,5%
STS senior	9,5%	22,5%	73,5%
STS non senior	26,5%	63%	100%
Non STS	100%	100%	100%

⁸³ La titrisation privée se définit aujourd'hui simplement comme une transaction ne donnant pas lieu à l'émission d'un prospectus. Une définition plus substantielle, garantissant la nature spécifique ou « sur mesure » de la transaction devrait être élaborée.

règles actuelles ne distinguent pas le cas des opérations avec des initiateurs dans l'UE des opérations avec des initiateurs hors EU. Dans ce dernier cas, il serait souhaitable de ne pas imposer aux initiateurs hors EU de produire les *reporting* ESMA.

Plutôt que de revoir les critères du label STS, il convient de ne pas limiter les mesures de soutien au seul segment labellisé du marché. Les critères du label sont certes nombreux et complexes mais ils ne constituent pour l'essentiel que la formalisation de pratiques largement partagées. Ils pourraient être utilement simplifiés mais une modification en profondeur pourrait déstabiliser le marché. Il importe surtout de ne pas faire du label la cible exclusive des mesures de soutien à la titrisation, notamment sur le plan prudentiel : certaines classes d'actifs utiles au financement de l'économie ne pourront en effet jamais prétendre à la labellisation, notamment pour des raisons de granularité (prêts aux entreprises et projets d'infrastructures notamment).

Le cadre prudentiel bancaire doit enfin être corrigé, même si cela implique une déviation par rapport aux règles baloises. Deux mesures sont recommandées :

- ◆ Un rééquilibrage du p-factor : une division par deux en modèle standard et un minimum à 0,1 en modèles interne permettraient un alignement avec le cadre américain actuel et surtout une prise en compte des mesures de réduction du risque d'agence prises depuis la crise financière ;
- ◆ Réduire les planchers de pondération applicables aux tranches seniors : ces planchers sont particulièrement contraignants dans la mesure où les banques ont souvent vocation à retenir les tranches seniors et placer le risque auprès d'investisseurs non bancaires. Dans le sillage des propositions de l'EBA et de la Commission lors des trilogues CRR en février 2023, il conviendrait d'abaisser ces planchers aux niveaux imposés avant 2017.

Ces deux mesures constituent des déviations aux règles bâloises, ce qui ne manquera pas d'être vu comme un obstacle politique majeur. Il devra toutefois impérativement être dépassé, sans quoi aucune avancée réelle ne pourra advenir à court terme. Le comité de Bâle a en effet refusé jusqu'ici l'inscription de la titrisation dans son programme de travail. Toute avancée sur ce sujet est bloquée par certaines juridictions s'accommodant d'un cadre mal calibré qu'elles n'appliquent pas. Seule une déviation de l'Union européenne permettra de restaurer un *level playing field* et de forcer une réouverture du cadre bâlois.

Toutes ces mesures réglementaires et prudentielles sont aujourd'hui bien identifiées et beaucoup font consensus. Seul manque un calendrier de mise en œuvre rapide. Aucune de ces mesures ne remet en cause les principes clés de l'encadrement de la titrisation introduits après la crise financière. Il s'agit plutôt de corrections ciblées. Des avancées rapides semblent envisageables dans le champ assurantiel depuis la révision de la directive Solvabilité II fin 2023, qui confère à la Commission un mandat clair pour réévaluer le traitement prudentiel de produits titrisés. Mais, dans les autres domaines, les échéances sont lointaines ou incertaines. Dans le domaine bancaire, une nouvelle proposition législative est prévue pour fin 2027 tandis qu'aucune revue du règlement titrisation n'est encore annoncée. Sans accélération du calendrier, aucune impulsion nouvelle ne sera donnée au marché avant la fin de la décennie.

Aussi est-il recommandé d'annoncer dès l'entrée en fonction de la prochaine Commission un plan d'action immédiat avec pour objectif de corriger le cadre réglementaire et prudentiel avant la fin de l'année 2025. L'approche quick fix déjà éprouvée dans le contexte post-covid pourrait utilement être reprise.

3.3. En complément, une plateforme européenne pour la titrisation pourrait être un outil puissant d'approfondissement des marchés de capitaux

3.3.1. Comme dans d'autres juridictions, une plateforme de titrisation européenne répondrait à un besoin clé de standardisation

Dans plusieurs économies avancées, des plateformes publiques jouent un rôle majeur dans l'approfondissement des marchés de titrisation et plus largement de capitaux. Les Etats-Unis, le Canada et le Japon ont mis en œuvre de longue date des plateformes communes d'émissions et de garantie de titrisations immobilières (cf. tableau 2). Ces plateformes contribuent à la liquidité du marché des titrisations résidentielles et, au-delà, à l'approfondissement des marchés de capitaux comme canal de financement de l'économie.

Tableau 2 : Principales caractéristiques des plateformes de titrisations immobilières américaine, japonaise et canadienne

	Etats-Unis (GSEs)	Japon (JHF) ⁸⁴	Canada (CMHC) ⁸⁵
Créances éligibles	Crédits résidentiels respectant des critères d'origination + crédits immobiliers commerciaux + crédits étudiants	Crédits résidentiels respectant des critères d'origination	Crédits résidentiels respectant des critères d'origination
Forme de la garantie	Garantie du principal et des coupons dus au moment du défaut (risque de remboursement anticipé). Emissions via des MBS via des trusts publics (ou directement par les banques partenaires sans le cas de CMHC)		
	Commission de garantie : 50-60bp.	Surcollatéralisation (20%)	Commission de garantie variable.
Organisation	Quasi-détention par l'Etat via actions préférentielles, <i>warrants</i> et <i>conservatorship</i> . Régime prudentiel <i>sui generis</i> , 84 Md\$ d'equity au Q1 22	JHF = agence publique (<i>Zaito agency</i>), capitalisée par l'Etat japonais.	CMHC = agence publique capitalisée par l'Etat canadien. Encours garantis plafonnés annuellement par le ministère des finances.

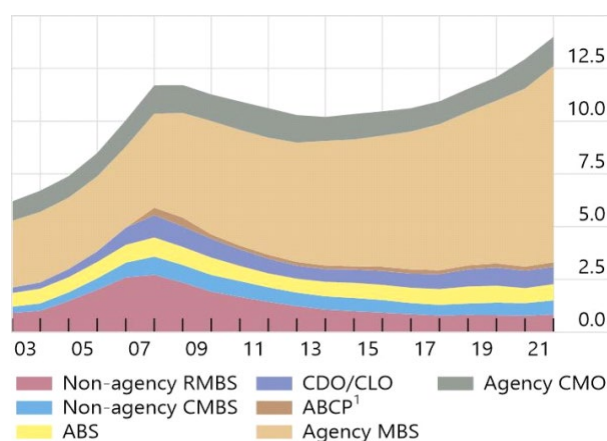
⁸⁴ Source: Japan Housing Finance Agency ([lien](#))

⁸⁵ Source: Canada Mortgage and Housing Corporation ([lien](#))

Volumes	Encours : 13 800 Md\$	Emissions annuelles : 84 Md\$ en 2017 (=10% des volumes d'octroi de crédits résidentiels)	Emissions annuelles : environ 110 Md\$ (22% des volumes annuels d'octroi de crédits résidentiels, objectif de 40-50%)
	Emissions annuelles : 1 200 Md\$ (=50% des volumes d'octroi de crédits résidentiels)		

Aux Etats-Unis en particulier, les *government sponsored entities* (GSE - *Fannie Mae* et *Freddie Mac*) jouent un rôle croissant sur le marché de la titrisation, leur part dans les encours titrisés étant passée de 55 % à 75%⁸⁶ entre 2008 et 2022 (cf. graphique 38).

Graphique 38 : Décomposition de l'encours de titrisation aux Etats-Unis (2003-2021)



Source : FSB, 2023.

Chargées de créer un marché secondaire des prêts et d'en assurer la liquidité, les GSE ont progressivement standardisé le marché de la titrisation immobilière, par deux biais : (i) en imposant des critères d'origination stricts, ils ont homogénéisé les prêts sous-jacents et (ii) en garantissant les actifs titrisés émis à partir de ces prêts, ils ont égalisé leur risque de crédit. De cette standardisation procède l'émergence d'une classe d'actif massive et homogène (13 800 Md\$ d'encours). Ces MBS font l'objet d'un volume de transactions très important (250 à 300 Md\$ par jour) qui s'explique par la grande diversité des investisseurs présents sur le marché : 72 % de l'encours est porté par d'autres investisseurs que les banques et 12% par des investisseurs étrangers⁸⁷. Cette large base d'investisseurs tient notamment à la rémunération attractive⁸⁸ des MBS, malgré un risque de crédit très limité. A noter que la garantie apportée par l'Etat fédéral américain est, sur longue période, intégralement financée par les commissions de garantie, sans mobilisation pérenne de ressources budgétaires⁸⁹.

⁸⁶ Financial stability board, *Securitisation exchange group progress note*, October 2023

⁸⁷ Ginnie Mae, *Foreign ownership of agency MBS, 2022* ([lien](#)): en 2021, les investisseurs étrangers détenaient 1 188 Md€ d'Agency MBS, soit 12% de l'encours total.

⁸⁸ Environ 150 pb de plus que les *Treasuries* ; 50 bp après retraitement du risque de remboursement anticipé

⁸⁹ Entre 2008 et 2019, l'Etat fédéral a apporté 191,5 Md€ aux GSE et perçu 301 Md\$ de dividendes préférentiels.

Ces expériences étrangères invitent à considérer une plateforme de titrisation comme un outil de standardisation, susceptible de débloquer le passage à l'échelle des marchés de capitaux européens.

Une plateforme commune permettrait d'abord l'émergence d'un marché de référence, profond et liquide, pour les titrisations publiques :

- ◆ Du côté de la demande d'actifs titrisés, une plateforme commune répondrait à un double besoin de massification et de transparence. Le marché européen de la titrisation pâtit de l'attrition de son segment public (cf. 3.2). De surcroit, sa petite taille et sa fragmentation en actifs hétérogènes obèrent son attractivité pour les investisseurs institutionnels. Dans ce contexte, les règles d'éligibilité à la plateforme permettraient d'amorcer une convergence des actifs sous-jacents tandis que la structuration par la plateforme standardiserait les montages. Toute hétérogénéité restante serait ensuite gommée, aux yeux de l'investisseur, par l'octroi d'une garantie publique transversale ;
- ◆ Du côté de l'offre, la plateforme offrirait une mutualisation des coûts de structuration. Celle-ci serait particulièrement utile aux petites banques dont les ressources sont insuffisantes pour accéder seules au marché de la titrisation. L'Allemagne en particulier se distingue par un grand nombre de banques petites et moyennes qui pourraient bénéficier d'un tel mécanisme⁹⁰. C'est dans cette perspective que la fédération allemande des acteurs de la titrisation (TSI) a proposé, avec le soutien de la banque publique KfW, la création d'une plateforme nationale de titrisation⁹¹.

Comme l'ensemble des mesures de soutien à la titrisation, ce marché de référence permettrait de mobiliser davantage de capitaux au soutien de la capacité de prêts des banques européennes et de leur compétitivité. De surcroit, un tel dispositif, s'il s'accompagnait de conditionnalité dans l'usage de l'espace bilantiel libéré (cf. 3.3.), aurait l'avantage d'autoriser un pilotage de l'allocation des bilans bancaires vers les priorités de l'Union.

Au-delà du marché de la titrisation, une plateforme commune permettrait de créer un nouvel actif sûr commun, au bénéfice de l'efficience et de la profondeur des marchés européens. Un actif sûr se distingue par sa contracyclicité, sa liquidité, sa qualité de crédit et sa faible volatilité. Ce type d'actifs permet une baisse des coûts de transaction sur les marchés financiers via leur utilisation comme collatéral. Comme réserve de valeur, ils permettent également d'attirer des capitaux vers leur juridiction d'émission. Or, les actifs titrisés garantis sont largement reconnus comme des actifs sûrs, en particulier les *agency MBS* qui sont utilisés comme collatéral dans près du tiers des opérations de mise en pension aux Etats-Unis et s'échange à des taux proches du taux souverain.

Durant la décennie 2010, le manque d'un actif sûr commun au niveau européen a favorisé des phénomènes de boucles souverains-bancaires, au détriment de la soutenabilité des finances publiques de certains Etats et du financement de leur économie. Au niveau mondial, le durcissement des exigences prudentielles et les

⁹⁰ Les cinq plus grandes banques concentrent seulement 35% des actifs du secteur bancaire (source : BCE - [lien](#)).

⁹¹ TSI, *Final Report of the working group "German Securitisation Platform"*, September 2023 ([lien](#))

programmes d'achats de titres souverains par les banques centrales ont alimenté une pénurie d'actifs sûrs.

Depuis 2023, la consolidation budgétaire et la restriction de la politique monétaire ont certes accru l'offre nette d'actifs sûr en zone euro. Celle-ci (782 Md€ en 2023) reste toutefois quatre fois inférieure à l'offre nette américaine (3 092 Md€) et plus de deux fois inférieure en proportion du PIB (6% contre 12%)⁹². De fait, l'épargne européenne se reporte vers les actifs sûrs américains (cf. 2.1). Aussi une plateforme commune de titrisation permettrait-elle d'exploiter le potentiel d'émission d'actifs sûr de la zone euro.

Une telle plateforme vise donc un objectif de standardisation et non pas de contournement du cadre réglementaire et prudentiel ou de transfert des ressources publiques. La proposition d'une plateforme commune est complémentaire et non pas alternative à la correction du cadre prudentiel et réglementaire (cf. 3.2.). La plateforme et en particulier sa garantie n'ont pas vocation à subventionner l'origination de certains crédits ou plus largement à transférer des ressources publiques. La tarification de la garantie devra être conçue pour éviter toute perte globale et transferts entre parties prenantes, y compris entre Etats-membres.

3.3.2. Pour atteindre ces objectifs, la plateforme devrait octroyer une garantie européenne de dernier ressort à des titrisations de prêts immobiliers ou PME

La garantie publique n'est pas techniquement indispensable à la plateforme mais elle accroîtrait considérablement son impact standardisant. Sans garantie publique, la génération d'une souche massive d'actifs homogènes impliquera des règles strictes d'origination qui se heurteront à l'inertie des pratiques de marchés dans chaque pays. En l'absence de garantie souveraine européenne, un risque pays persisterait qui devrait être géré par des règles strictes de composition des portefeuilles, que les investisseurs auraient à vérifier. Enfin, l'incitation des acteurs privées à constituer et rejoindre une telle plateforme sans impulsion publique apparaît très incertaine.

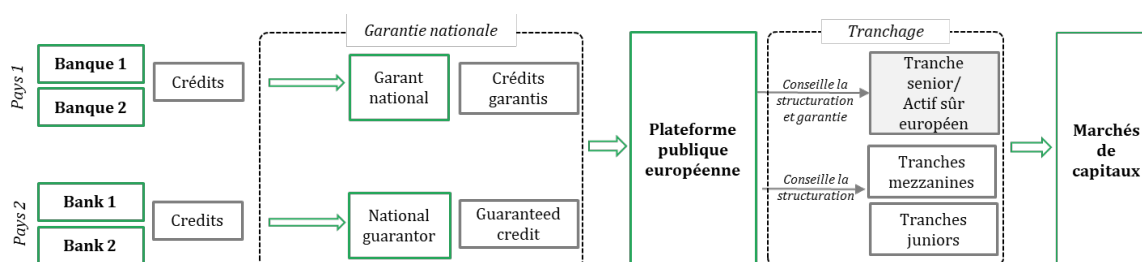
La garantie européenne devrait être structurée de façon à exclure tout transferts entre Etats membres et engagement de ressources budgétaires sur la durée du cycle économique. Ce principe implique deux choix de structuration (cf. schéma 1) :

- ◆ La tarification de la garantie devra être calibrée afin de couvrir les pertes potentielles, le coût du capital du souverain et le cout de fonctionnement de la plateforme. La mobilisation de ressources budgétaires pourra être nécessaire en cas de crise mais le bilan devra être positif ou nul sur l'ensemble du cycle. La tarification pourra prendre deux formes non exclusives l'une de l'autre : une commission de garantie payée à échéance régulière et une décote sur les portefeuilles de prêts cédés (surcollatéralisation). A noter que cette décote pourrait être ajustée en fonction de la composition du portefeuille de prêts et notamment de la part des différents marchés d'origination afin d'éviter tout transfert ;

⁹² Source : *Goldman Sachs Global Investment Research* et Banque Mondiale, calculs du comité d'experts.

- ◆ Les actifs qui seront garantis par la plateforme devront être peu risqués. La garantie permettra une homogénéisation du risque entre les originateurs, elle permettra aussi à certains marchés d'accéder à une notation AAA en dépit d'une notation inférieure du souverain. Mais elle n'a pas pour objet de couvrir des pertes potentielles importantes. Aussi est-il recommandé de prévoir une garantie nationale des prêts qui seront cédés via la plateforme. Ces garanties sont usuelles sur le marché des crédits immobiliers, soit sous forme privée (crédit Logement en France) soit sous forme publique (NHG aux Pays-Bas). De surcroît la plateforme n'aurait vocation qu'à garantir les tranches seniors ; le risque serait concentré dans les tranches *mezzanines* et *juniors* qui seraient structurées par la plateforme mais placées sur le marché sans garantie publique.

Schéma 1 : Proposition de structuration de plateforme commune de titrisation et de la garantie publique européenne



Source : Comité d'experts.

Quatre contraintes invitent à cibler cette plateforme sur les crédits immobiliers, même si les crédits aux petites et moyennes entreprises pourraient également être envisagés :

- ◆ Pour atteindre son objectif de standardisation, la plateforme devra cibler une classe d'actifs massive. L'analyse de la composition du portefeuille de prêts des banques de la zone euro (cf. graphique 39) montre le poids massif (en encours non pondérés par le risque) des crédits résidentiels. Parmi les prêts aux entreprises, les prêts aux grandes entreprises dominent ;
- ◆ L'objectif de standardisation implique également de choisir une classe d'actifs homogène et granulaire. Aucun type de prêts n'est à ce stade parfaitement harmonisé au sein de l'Union mais une convergence s'observe s'agissant des prêts immobiliers avec une croissance de la part des prêts à taux fixes depuis la crise financière. Les prêts aux particuliers et dans une moindre mesure les prêts aux PME/ETI seraient seuls à offrir une granularité suffisante ;
- ◆ L'objectif de coût nul pour les finances publiques implique de choisir une classe d'actifs peu risquée, en dépit d'un plus faible impact déconsolidant pour les banques. A cet égard les prêts immobiliers se distinguent également, notamment parce qu'ils sont collatéralisés par un bien et souvent garantis au niveau national. Le ciblage des prêts aux PME impliquerait une analyse de risque plus complexe pour calibrer adéquatement la tarification de la garantie ;
- ◆ Enfin, les prêts ciblés par la plateforme doivent être suffisamment margés pour permettre la rémunération de l'originateur, des investisseurs et de la plateforme. Pour les crédits résidentiels, cette contrainte pourra impliquer un exercice difficile

et sensible politiquement de *re-pricing* sur certains marchés caractérisés par des marges nettes faibles ou négatives⁹³.

Graphique 39: Composition du portefeuille de prêts des banques européennes



Source : AFME

Le portage de cette garantie devrait être directement confié à une agence créée par l'Union européenne et/ou un ensemble d'Etats membres volontaires, de façon à éviter toute charge liée à la capitalisation du dispositif.

Le BEI⁹⁴ dispose certes d'un historique d'intervention sur le marché de la titrisation. Elle procède à des opérations de titrisation depuis 1996 avec un volume total de transactions entre 2013 et 2023 s'établissant à 43 Md € soit entre 2 et 3 Md€/an⁹⁵. Ces transactions ont permis de libérer des capacités de prêts chez les intermédiaires financiers bénéficiaires à hauteur de 108 Md€ depuis 2013. De surcroît, la BEI a joué de fait un rôle de standardisation des pratiques de structuration et promotion de l'outil de la titrisation dans certains marchés. Ces interventions pourraient utilement monter en puissance dans les années à venir afin de soutenir certains segments spécifiques du marché.

Toutefois, les volumes d'intervention de la BEI restent sans commune mesure avec ceux nécessaires à l'émergence d'une classe d'actifs de référence. Compte tenu des règles prudentielles applicables à la BEI, toute augmentation significative de ces interventions⁹⁶ impliquera une réallocation ou une augmentation de son capital. Par ailleurs, conformément à son mandat, la logique d'intervention de la BEI est celle du financement de projets, ce qui implique des contraintes fortes et granulaires sur l'origination de prêts nouveaux par les banques et donc des encours limités.

Le portage de la garantie par l'Union ou les Etats devra dispenser le dispositif d'une capitalisation *ex ante* dont le coût en finances publiques serait prohibitif. Deux modalités de structuration des garanties publiques doivent en effet être distinguées. Une modalité dite « *funded* » consiste à assoir la garantie sur une capitalisation *ex ante* du garant. C'est l'approche retenue pour le mécanisme européen de stabilité (MES) qui dispose de 80,5 Md€ de capital d'ores et déjà libéré. Une autre modalité de structuration (« *unfunded* ») consiste à comptabiliser comptablement l'engagement lié à la garantie sans toutefois immobiliser de capital pour y faire face ; en cas d'appel de

⁹³ La France, le Danemark et les Pays-Bas se distinguaient par exemple par des taux inférieurs à 2% sur les nouveaux crédits résidentiels octroyés en 2022 (source : *European Mortgage federation* – [lien](#))

⁹⁴ Banque européenne d'investissement (BEI) et sa filiale le Fonds européen d'investissement (FEI), dédié au soutien aux microentreprises et aux PME européennes *via* des instruments de capital-investissement risque, de garantie et de microfinance.

⁹⁵ 29 Md€ ont concerné des transactions physiques et 14 Md€ des transactions synthétiques.

⁹⁶ Les interventions annuelles de la BEI représentent entre 80 et 90 Md€ tandis que les émissions de la plateforme commune envisagées s'élèveraient à 200 Md€ environ(cf. 3.3.3).

la garantie, le souverain se tient prêt à mobiliser des ressources fiscales ou à émettre de la dette. C'est l'approche retenue pour les prêts garantis par l'Etat (PGE) en France mais également pour les GSE américains qui sont sous capitalisés au regard de leurs engagements (1 %) ⁹⁷ et dont le modèle économique repose désormais sur la garantie de l'Etat fédéral. Cette approche ne semble pas avoir de précédent au niveau de l'Union. Elle sera toutefois indispensable pour limiter le coût en finances publiques du dispositif.

Ainsi structurée la garantie pourrait être portée par une agence créée par l'Union européenne et/ou un ensemble d'Etats membres volontaires. Le dispositif *Next Gen EU* donne un exemple de structuration d'endettement commun au niveau de l'Union tandis que le MES fournit un exemple d'approche intergouvernementale. La gestion de la plateforme et l'activité de structuration des titrisations pourraient être confiés à une agence, à condition qu'aucune règle prudentielle ne lui impose une capitalisation ex ante du dispositif de garantie. Le cas échéant, l'expertise technique de la BEI sur le marché de la titrisation pourrait être mobilisée en appui.

3.3.3. L'impact d'une telle plateforme pour le financement de l'économie, potentiellement massif, devrait être mesuré dans la durée

Le premier impact de cette plateforme consisterait en une augmentation de la capacité de prêts des banques européennes, dont l'utilisation effective devrait être contrôlée dans la durée. Les consultations menées par le comité d'experts attestent *a priori* de l'appétence de plusieurs investisseurs institutionnels pour l'actif sûr que constituerait les tranches *senior* garanties. Leur structuration proche de celle des *agency MBS* américains contribuerait significativement à leur attractivité. Si l'on retient les crédits résidentiels comme cible, la plateforme commune pourrait faciliter un refinancement des banques à hauteur de 3 061 Md€ et une économie de capital à hauteur de 120 Md€ environ. La réallocation de ce capital permettrait de générer plus de 1 500 Md€ de crédits nouveaux aux entreprises, soit 25 % de l'encours total en 2023.

Schéma 2 : Impact de la plateforme commune pour le financement de l'économie ⁹⁸



Source : comité d'experts.

Il sera toutefois nécessaire de vérifier dans la durée la réallocation effective du capital bancaire libéré vers les priorités de financement de l'Union. Une vérification granulaire

⁹⁷ Fin 2023, les fonds propres cumulés de Fannie Mae et Freddie Mac s'élevaient à 126 Md\$, soit 0,9 % des 13 800 Md\$ d'Agency MBS.

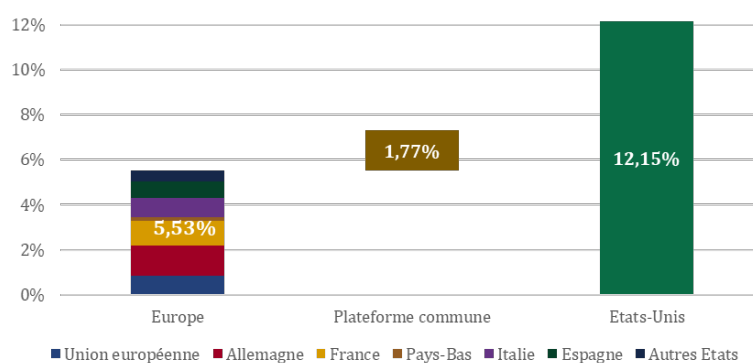
⁹⁸ Par hypothèse, 50 % des crédits résidentiels seraient éligibles à la plateforme. Certains prêts resteront en effet inéligibles pour des raisons de faible qualité d'origination d'immobilisation comme collatéral de *covered bonds* (1 346 Md€ sur les 6 122 Md€ de crédits résidentiels). Sont retenues des pondérations moyennes à 25 % pour les crédits résidentiels et à 50 % pour les crédits aux entreprises. Le ratio de solvabilité (CET1) moyen retenu est de 16 %. La part retenue (5 % minimum) est négligée. Pour la part acquise par des banques, la garantie aboutirait à une pondération faible ou nul qui peut également être négligée.

du *use of proceeds*, comme celle prévue par le standard européen obligations vertes (EU GBS), serait vraisemblablement trop lourde pour permettre le passage à l'échelle du dispositif. Il pourrait toutefois être envisagé de suivre, pour chaque banque accédant à la plateforme, des indicateurs globaux d'origine de prêts aux entreprises, le cas échéant contribuant à leurs transition environnementale et digitale. Des indicateurs simples pourraient être élaborés, sur le modèle des contreparties demandées aux banques dans le cadre des TLTRO⁹⁹.

Cet impact direct sur la production de prêts pourrait être augmenté d'un impact indirect, via la profitabilité des banques européennes. En augmentant la vélocité de leur bilan et en réallouant leur capital vers des prêts aux entreprises plus risqués et plus margés, les banques européennes pourront augmenter la rentabilité de leurs fonds propres. Une réduction de l'écart de rentabilité avec les banques américaines pourrait être permise. Cette rentabilité accrue facilitera les levées de capitaux et permettra ainsi de rompre avec la tendance de renforcement de la solvabilité par dérisquage de l'actif (cf. 1.2.1).

Enfin la plateforme permettra une hausse significative de l'émission d'actifs sûrs, contribuant à l'efficacité des marchés et à l'affirmation du rôle international de l'euro. Si l'on retient une cible de 50% de la production de crédits immobiliers¹⁰⁰, la plateforme pourrait permettre l'émission d'environ 250 Md€ d'actifs sûr par an, soit 27 % de l'écart entre le volume d'actifs sûr émis aux Etats-Unis et celui émis en Europe (cf. graphique 40).

Graphique 40 : Impact de la plateforme commune sur l'offre d'actifs sûrs en Europe rapportée au PIB et comparée aux Etats-Unis



Source : Calculs du comité d'experts d'après données Goldman Sachs.

⁹⁹ Banque de France « Paying banks to lend? Evidence from the Eurosystem's TLTRO and Euro Area Credit Registry », *Working Paper*, 2021 ([lien](#))

¹⁰⁰ Selon la BCE ([lien](#)), 509 Md€ de crédits immobiliers ont été octroyés en 2023 (hors renégociations).

4. Il faut avancer vers une supervision intégrée pour construire un véritable marché unique et garantir la stabilité financière

4.1. La fragmentation de la supervision fait peser des coûts importants sur les acteurs financiers et les épargnants européens

4.1.1. La supervision financière demeure pour l'essentiel une prérogative nationale

Dans le cadre des travaux législatifs relatifs à l'Union des marchés de capitaux, d'importants efforts d'harmonisation réglementaire ont été réalisés, dans une perspective de mise en œuvre d'un *single rule book*. Au niveau législatif, même si la transformation de directives existantes en règlements s'est heurtée à certains obstacles politiques, les nouveaux textes ont plus fréquemment pris la forme de règlements, ne nécessitant pas de transposition et limitant ainsi le risque d'interprétations nationales différenciées.

Dans ce contexte, l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF, ou *European Securities and Markets Authority - ESMA*) joue un rôle de conseil et de décision dans la production de normes communes :

- ◆ Elle influence le contenu des propositions législatives de la Commission européenne au travers des rapports et avis qu'elle émet en amont de la présentation au Conseil et au Parlement européen ;
- ◆ Elle produit les normes de niveau 2 (RTS et actes délégués) et 3 (orientations) sur mandat des textes de niveau 1 (directives et règlements) afin de les préciser lorsque cela est nécessaire. Si la Commission peut s'opposer à l'adoption de ces textes, ainsi que le Parlement européen et le Conseil, cela reste extrêmement rare dans les faits. Les actes de niveau 2 et 3 jouent un rôle essentiel dans la mise en œuvre du « *single rule book* » européen.

Mais la supervision demeure largement assurée par les autorités nationales, l'ESMA ne disposant que de pouvoirs limités. Ses prérogatives sont en effet sans commune mesure avec celles de la *Securities and Exchange Commission (SEC)* américaine ou du Mécanisme de supervision unique pour les banques de la zone euro (SSM) : l'ESMA n'exerce pas de supervision conjointe sur les entités couvertes par la réglementation des marchés, à l'exception des agences de notation de crédit notamment, et ses interventions directes sont limitées à une série de cas particuliers (indices de marché de taille critique, suspension des ventes à découvert, etc.).

Cet état de fait résulte de difficultés techniques mais surtout d'obstacles politiques. Ainsi lors de la revue des Autorités européennes de supervision (dite « revue des ESA ») qui s'est conclue en 2019, les États membres se sont majoritairement opposés au renforcement des pouvoirs de l'ESMA. La France était pour sa part favorable à une extension du pouvoir de supervision de l'ESMA, en ligne avec certaines des propositions de la Commission européenne.

Dans ces conditions, l'eupéanisation s'effectue principalement par une convergence des pratiques de supervision sous l'égide de l'ESMA. Limitée à un rôle de « coordinateur des superviseurs », l'ESMA organise des exercices de revue par les pairs où les pratiques de supervision sont comparés périodiquement pour chaque domaine relevant de la réglementation des marchés. L'ESMA produit également des « guidelines », des « Q&A », des opinions, des déclarations, et des briefings de supervision. Ces efforts de convergence se heurtent toutefois aux difficultés de coordination de 27 autorités de supervision aux priorités et aux niveaux d'expertise hétérogènes.

En complément de l'ESMA, des collèges de superviseurs nationaux ont parfois été institués pour traiter des acteurs dont la systémicité à l'échelle de l'UE est difficilement contestable. Chacune des chambres de compensation européennes fait ainsi l'objet d'un collège associant les superviseurs nationaux pertinents (dit collèges EMIR). Mais, en pratique, ces instances n'ont pas réellement permis de remettre en cause l'exercice de la supervision au niveau national. Elles ne sont consultées que pour des avis non-liants s'agissant de certaines décisions de supervision. Des collèges ont également été créés lors de la revue du règlement applicable aux dépositaires centraux de titres (DCT), pour ceux ayant une systémicité dans au moins deux Etats membres de l'Union. Mais leur rôle se limite au partage d'informations.

4.1.2. Cette supervision fragmentée obère le développement des acteurs financiers européens et génère des coûts additionnels pour les épargnants

La situation actuelle, dans laquelle un corpus unique de règles est défini à l'échelle européenne, puis mis en œuvre par les superviseurs domestiques à l'échelle nationale ne permet pas aux acteurs financiers européens de tirer les bénéfices d'un marché unique qui demeure largement théorique s'agissant des services financiers.

En effet, la plupart des groupes européens opérant depuis plusieurs juridictions au sein de l'Union européenne demeurent soumis à une supervision réalisée par une multitude d'autorités nationales compétentes, le plus souvent de manière non coordonnée, même lorsqu'ils cherchent à avoir un modèle intégré.

Cette situation limite fortement les bénéfices que les acteurs financiers européens retirent du marché unique, et des stratégies de consolidation mises en œuvre. Ainsi, alors qu'ils devraient pouvoir mutualiser un certain nombre de fonctions en interne et bénéficier d'importantes économies d'échelle à l'instar de leurs concurrents américains qui s'appuient sur un marché domestique intégré et rentable, les acteurs financiers européens sont souvent contraints de justifier d'une substance suffisante au sein de chaque entité juridique du groupe dans plusieurs fonctions clés. Les acteurs qui ont construit un groupe à partir d'entités nationales dans une logique « *bottom-up* » sont ainsi désavantagés par rapport à des nouveaux entrants qui ont choisi une juridiction et opèrent sur l'ensemble du continent dans une logique de plateforme, en choisissant généralement un domaine ciblé d'intervention.

Ce phénomène s'observe notamment s'agissant des fonctions de conformité, car entretenir des relations avec de multiples superviseurs nationaux génère des besoins d'effectifs importants dans chaque juridiction d'implantation, et nécessite de transmettre les *reportings* prévus au niveau européen, mais selon des modalités et des formats différents à toutes les autorités nationales compétentes.

De plus, l'absence de supervision intégrée va de pair avec une non-reconnaissance de la notion de groupe par la régulation européenne, ce qui constitue une autre source de frottement défavorable à la génération de synergies au sein des groupes européens. A titre d'exemple, dans le secteur de la gestion d'actifs, la non reconnaissance de la notion de groupe conduit à un traitement règlementaire des pratiques de délégation intra-groupe et intra-UE aligné sur celui de la délégation externe, ce qui génère un surplus d'exigences dont l'obligation pour la société déléguée d'être en mesure de justifier de ressources suffisantes pour mettre en œuvre les tâches qui lui ont été déléguées.

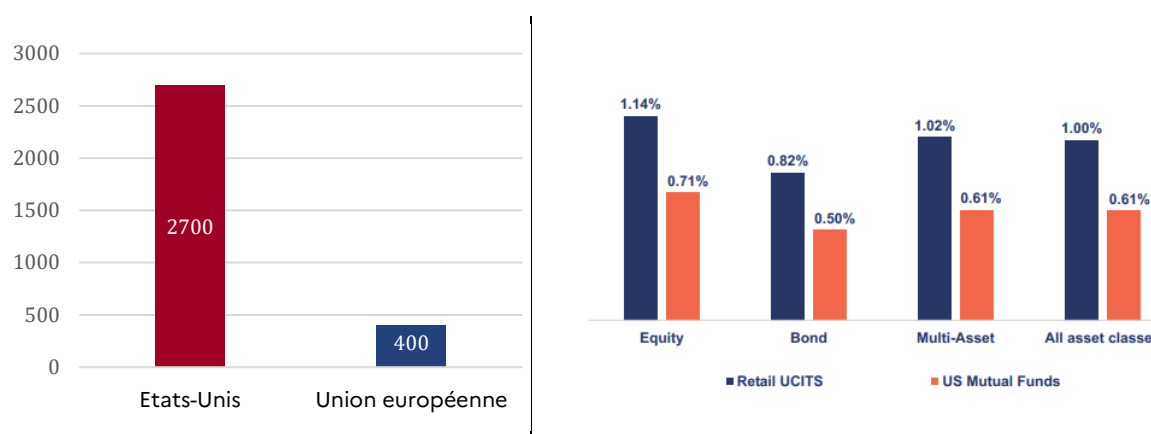
Cette absence d'intégration de la supervision affecte également les opérateurs d'infrastructures de marché opérant selon un modèle intégré, à l'instar d'Euronext qui met en œuvre un « *single rulebook* » à l'échelle de ses 7 marchés règlementés européens, avec des règles de trading harmonisées, mais doit tenir compte de la pré-validation des changements de règles prévue par la loi chez certains de superviseurs nationaux (France, Belgique et l'Italie), et donc les porter au niveau de son collège de régulateur, avant de pouvoir les mettre en œuvre, alors même que le cadre règlementaire européen ne fixe pas d'exigence particulière en matière de préapprobation des règles de trading.

Ces exemples, non exhaustifs, illustrent les nombreux facteurs de coûts et de complexité que l'absence d'une supervision européenne intégrée fait porter sur les acteurs financiers européens, au détriment de leur compétitivité et de leur capacité à mettre en lien apporteurs et demandeurs de capitaux à l'échelle du marché européen.

Les acteurs financiers européens ne sont pas les seuls à payer le prix de cette supervision fragmentée, qui se répercute *in fine* sur les épargnants eux-mêmes.

A titre d'exemple dans le secteur de la gestion d'actifs, l'absence de supervision intégrée continue d'obérer la distribution transfrontière des fonds et, par ce biais, la taille de leurs encours. Les fonds européens restent ainsi près de sept fois plus petits que les fonds américains, ce qui n'est pas sans conséquence sur leurs coûts (cf. graphique 41).

Graphique 41 : Taille moyenne (M€ - gauche) et coût moyen (%) des fonds d'investissement aux Etats-Unis et dans l'Union européenne



Source : EFAMA

Cette situation peut également générer des risques pour la stabilité financière, en ne permettant pas aux superviseurs domestiques de bénéficier d'une vision consolidée de l'activité européenne des groupes supervisés, à l'exception de certains types d'acteurs pour lesquels des collèges de superviseurs ont été mis en place (cf. 4.1).

De plus, elle prive d'une gouvernance européenne, les Etats membres dont la stabilité financière est directement exposée aux risques portés par les infrastructures financières critiques non-domestiques (certaines chambres de compensation et certains dépositaires centraux de titres à la dimension transfrontières importante, dont les I-CSD).

Enfin, cette absence de supervision intégrée renforce les risques d'arbitrage réglementaire, pouvant conduire les acteurs financiers à se tourner vers les Etats membres dont les pratiques de supervision sont, à tort ou à raison, jugées plus accommodantes. Dans certains cas, il peut en résulter une course au moins disant réglementaire de la part d'Etats membres soucieux de demeurer attractifs. Cette tendance nourrit ensuite une forme de défiance vis-à-vis des acteurs ou produits supervisés par des autorités nationales non domestiques. Elle autorise en effet la persistance d'interprétations différenciées des règles communes, auxquelles les Etats répondent parfois par la mise en œuvre de barrières nationales, au détriment de l'intégration du marché.

4.2. La réforme de la gouvernance et du fonctionnement de l'ESMA s'impose comme un préalable à tout élargissement de ses compétences

4.2.1. La structure de gouvernance de l'ESMA suscite certaines critiques

La gouvernance de l'ESMA repose aujourd'hui sur un binôme de direction, un conseil des autorités de supervision et un *management board*.

L'ESMA est aujourd'hui dirigée par un binôme associant un président et un directeur exécutif. Le président de l'ESMA est nommé par le Conseil de l'Union européenne après un appel à candidatures et la constitution d'une liste de candidats qualifiés par le Conseil des autorités de supervision (*Board of supervisors* – BoS), avec l'appui des services de la Commission européenne. Le président de l'ESMA a pour mission de conduire les travaux du Conseil des autorités de supervision en préparant et présidant ses réunions. Il est appuyé par un directeur exécutif désigné par le BoS après confirmation du Parlement européen ; celui-ci a pour fonction principale de diriger les services de l'ESMA et de conduire les travaux du comité exécutif (programme de travail, projet de budget, etc.).

L'organe de décision politique de l'ESMA est le Conseil des autorités de supervision (Board of supervisors – BoS). Outre le président de l'ESMA, le BoS est composé (i) de chaque autorité nationale compétente pour la surveillance des marchés financiers de l'Union européenne, (ii) des autorités de marché de l'espace économique européen (Islande, Lichtenstein et Norvège) (iii) d'un représentant de la Commission européenne¹⁰¹ et (iv) des représentants de l'Autorité bancaire européenne (EBA), de

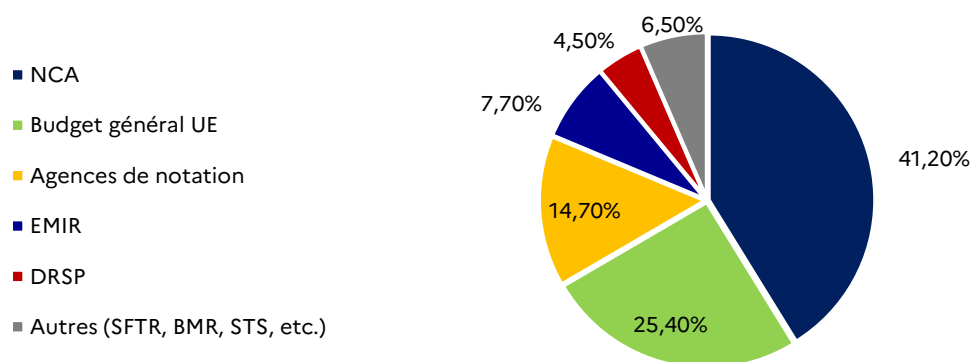
¹⁰¹ Il s'agit le plus souvent le directeur chargé des marchés financiers au sein de la DG FISMA.

l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (EIOPA). Le directeur exécutif peut également assister aux réunions, ce qui porte le nombre de participants à 35.

Le *management board* de l'ESMA, constitué du président de l'Autorité et six membres du BoS, ainsi que du directeur exécutif et d'un représentant de la Commission européenne, tous deux membres non votants est responsable de la définition des programmes de travail pluriannuels de l'ESMA et prépare certaines décisions internes sur des aspects budgétaires et de ressources humaines.

L'ESMA est financée au premier chef par les contributions des autorités nationales de supervision, qui représentent environ 40 % des recettes annuelles de l'Autorité (cf. graphique 42). Les autres recettes proviennent du budget général de l'UE et des contributions prélevées sur les entités sur lesquelles l'ESMA exerce une supervision directe.

Graphique 42 : recettes de l'ESMA pour l'exercice budgétaire 2022



Source : rapport annuel 2023 de l'ESMA

Or cette structure de gouvernance fait l'objet de critiques, notamment parce qu'elle ne favorise pas une prise de décision agile et fait planer le doute sur la prise en compte de considérations politiques s'agissant des décisions sur des cas individuels. Elle ne permet par ailleurs pas de faire entendre des visions différentes de celles de la communauté des superviseurs au sein du BoS.

La dernière évolution significative du cadre européen de surveillance financière s'est matérialisée avec l'adoption de la revue des règlements fondateurs des Autorités européennes de supervision¹⁰² (ESA) en avril 2019. Cette proposition législative visait notamment à élargir de manière significative le champ des entités et activités placées sous la supervision directe de l'ESMA, en y intégrant les prestataires de services de communication de données¹⁰³, les fonds d'investissement structurés selon certains formats européens harmonisés¹⁰⁴, ainsi que de certains types de prospectus, dont les émissions de dette dites « *wholesale* », réalisées sur le compartiment dédié des marchés réglementés et accessibles uniquement aux investisseurs professionnels.

¹⁰² EBA pour le secteur bancaire, ESMA pour les marchés financiers, EIOPA pour le secteur assurantiel et, d'autre part, le Comité européen du risque systémique (ESRB)

¹⁰³ Mécanismes de déclaration agréés, dispositifs de publication agréés, et systèmes consolidés de publication

¹⁰⁴ European Long-Term Investment Funds (ELTIF), European Venture Capital Funds (EuVeCa) et European Social Entrepreneurship Funds (EuSEF).

La proposition de la Commission visait également à modifier en profondeur la gouvernance des autorités européennes de supervision, dont l'ESMA, en remplaçant le *Management Board* par un nouvel *Executive Board* composé de cinq membres indépendants des autorités nationales nommés par le Conseil Européen sur proposition de la Commission pour une durée de 5 ans, ainsi que du Président de l'ESMA. Ce comité exécutif se serait vu confier des responsabilités plus larges que le *Management Board*, assurant notamment la conduite des procédures de violation du droit de l'Union, de règlement des différends entre autorités nationales compétentes et de revue indépendante (remplaçant les *peer reviews*). Ce comité exécutif nouvellement créé aurait également été rendu responsable de la coordination des activités de supervision des autorités nationales compétentes, au travers de plans stratégiques de supervision évalués. Dans le champ réglementaire, le conseil exécutif aurait été chargé de proposer des décisions au BoS, qui serait resté décisionnaire.

Cette proposition de la Commission s'est toutefois heurtée aux résistances d'une majorité d'Etats membres, opposés à tout transfert de pouvoirs de supervision au niveau européen au détriment de leurs autorités nationales.

Elle a donc abouti en avril 2019 avec l'adoption d'un texte contenant un certain nombre d'évolutions qui, si elles constituent des avancées louables, sont loin de remplir les objectifs initialement affichés par la Commission européenne :

- ◆ **Gouvernance** : les pouvoirs du président¹⁰⁵ et du *management board*¹⁰⁶ ont été renforcés à la marge ;
- ◆ **Outils de convergence** : une élaboration plus transparentes Q&A, opinions, lignes directrices et recommandations par les ESA, sans leur donner toutefois un caractère contraignant ; des groupes de revue par les pairs désormais systématiquement présidés par les ESA et non plus par les autorités nationales ;
- ◆ **Pouvoirs de supervision directe** : il a été accordé à l'ESMA la possibilité d'exprimer son opinion sur les suites qu'il convient de donner pour les cas suspectés d'abus de marché, ainsi qu'un mandat de supervision directe sur les services de fournisseurs de données de marché de taille suffisante et les administrateurs d'indices de taille critique européens ou étrangers.

4.2.2. La réforme de la gouvernance et du fonctionnement de l'ESMA pourrait utilement prendre exemple sur des autorités plus récentes, telles que l'AMLA

Sur le plan de la gouvernance, une autonomie de l'ESMA vis-à-vis du Conseil des autorités de supervision (BoS) est nécessaire pour les décisions individuelles. S'agissant des décisions normatives, de portée générale, le rôle du BoS pourrait être préservé sans difficultés. Pour les décisions individuelles, davantage d'agilité semble toutefois nécessaire.

¹⁰⁵ Fixation de l'ordre du jour, proposition par les présidents des groupes de revue par les pairs, initiation des comités internes et des groupes de coordination, représentation de l'institution devant le Parlement, etc.)

¹⁰⁶ La procédure de réexamen des décisions du *management board* par le collège des superviseurs (BoS) conditionnée à la rupture de la procédure de silence par 3 autorités nationales, ce qui renforce le poids de ces décisions

Dans cette perspective, il est possible de s'inspirer de l'organisation de l'Autorité européenne de lutte anti-blanchement (AMLA) et du Conseil de résolution unique (SRB). Ces deux autorités ont notamment la particularité de disposer d'un organe de décision central plus fort sous la forme d'un conseil exécutif composé du président et de cinq autres membres (dont le vice-président au SRB, non votant) et qui est compétent pour prendre les décisions individuelles concernant les entités relevant directement de la supervision. Ce modèle se rapproche également de celui du Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale américaine (Fed), qui est compétent pour prendre les décisions individuelles dans le domaine de la supervision sans en référer aux Fed régionales.

Cette structure offrirait un processus de décision plus agile que les formations regroupant l'ensemble des superviseurs car les membres du conseil exécutif seraient des membres permanents de l'ESMA. Le nombre plus réduit de membres du conseil exécutif, avec une variété de profils plus grande est également de nature à favoriser la constitution d'une doctrine interne plus cohérente et robuste, ce qui peut conduire à donner davantage de poids aux propositions des services de l'ESMA. Enfin, cette configuration permettrait d'assurer un équilibre géographique dans la représentation des différents Etats membres.

Il est à noter que le conseil exécutif continuerait de connaître des projets de règles soumises à l'approbation du BoS, ce qui implique de conserver une représentation de la Commission européenne et des autorités européennes, en plus petit nombre (par exemple deux au lieu de six), pour ces décisions. Ainsi, l'actuel *Management Board* et le *Central Counterparties Supervisory Committee* se verraient supprimés, leurs prérogatives actuelles se voyant transférées au nouveau conseil exécutif.

Au-delà de la gouvernance, il apparaît également utile de faire évoluer l'organisation du travail de supervision au sein de l'ESMA suivant un modèle plus intégré, en créant des équipes de supervision conjointes (*Joint Supervisory Teams - JST*) sous sa direction. Ce modèle s'inspirerait également de celui de l'AMLA ou du SSM. Le travail de supervision sur pièce et sur place serait ainsi assuré par des équipes associant des agents de l'ESMA ainsi que des autorités nationales compétentes, sous l'égide de l'ESMA, et les décisions individuelles seraient ensuite prises par le conseil exécutif de l'ESMA.

Ce mode d'organisation permettrait de faciliter la montée en compétence de l'ESMA sur ses nouvelles tâches de supervision en s'appuyant sur l'expertise des superviseurs nationaux, et offrirait également des garanties aux entités passant sous la supervision ESMA, en leur permettant de maintenir le niveau d'interaction préexistant avec leurs autorités nationales compétentes domestiques.

Un réel pouvoir de « no-action letter » doit en outre être conféré à l'ESMA lorsque certaines règles de niveau 1, 2 ou 3 apparaissent manifestement inapplicables au regard de l'évolution des circonstances de marchés, ou de considérations de stabilité financière. L'introduction d'un pouvoir de ce type dans le revue des ESA n'a pas permis une mobilisation effective de cet outil jusqu'ici car l'ESMA n'a pas obtenu un pouvoir de suspension du droit mais celui d'une dépriorisation. Dans ce contexte, l'ESMA n'utilise cet outil que lorsqu'une révision du texte concerné est en cours et si elle a eu des garanties des colégislateurs que cette révision modifierait bien la disposition en cause afin de traiter le problème identifié. A contrario, les *no-action letter* des autorités américaines sont plus explicites sur la suspension des effets de droit. Cette asymétrie de moyen entre UE et juridiction tierce a pu provoquer des situations désavantage compétitifs, en raison du peu d'agilité conféré aux autorités européennes.

Enfin, afin de permettre à l'ESMA de mieux prendre en compte les enjeux de compétitivité des acteurs et des marchés financiers européens, les objectifs lui étant assignés devraient être élargis, intégrant explicitement la compétitivité des marchés européens, en plus de l'objectif d'assurer « l'intégrité, la transparence, l'efficacité et le bon fonctionnement des marchés financiers » qui lui est déjà assigné. Cet élargissement des objectifs fixés à l'ESMA serait alors comparable à celui, récemment mis en œuvre, de la FCA (*Financial Conduct Authority*) et de la PRA (*Prudential Regulation Authority*) au Royaume-Uni.

4.3. L'élargissement des pouvoirs de l'ESMA devrait s'effectuer selon des modalités différentes suivant les acteurs et marchés couverts

4.3.1. Pour les infrastructures de marché transfrontières et systémiques, une supervision obligatoire par l'ESMA est incontournable

Les chambres de compensation (CCP), et les dépositaires centraux de titres (DCT) sont les acteurs qui revêtent la dimension systémique la plus significative.

Depuis la crise de 2008-2009, la compensation centrale s'est concentrée au sein de quelques CCP systémiques¹⁰⁷. En effet, la nature monopolistique des chambres de compensation – liée aux effets d'échelle très importants engendrés par le *netting* des transactions et les avantages associés à la liquidité disponible – favorisent l'émergence de très larges acteurs agissant au-delà des frontières nationales. Le caractère transfrontalier et systémique des chambres de compensation est bien connu et régulièrement observable¹⁰⁸.

Les DCT permettent quant à eux la livraison des titres en échange de leur règlement après que deux contreparties aient conclu un accord sur les marchés de titres financiers¹⁰⁹. Ils revêtent eux aussi une importance systémique, du fait de leur rôle à plusieurs étapes clés pour le bon fonctionnement des marchés, qu'il s'agisse des

¹⁰⁷ Les CCP sont des infrastructures privées intervenant lors de la phase dite de « post-marché », c'est-à-dire une fois les opérations d'achat et de vente d'instruments financiers réalisées sur les marchés. Leur rôle est de limiter le risque de contrepartie, en s'interposant entre les vendeurs et les acheteurs, afin de garantir la livraison des titres et leur paiement au moment de la phase de dénouement des opérations, y compris en cas de défaut de l'une d'elles. Suite à la crise de 2008, afin de renforcer la stabilité financière en réduisant le risque de défauts en chaîne sur les marchés, le recours aux chambres de compensation a été progressivement rendu obligatoire sur certaines transactions. Toutefois, la réduction effective des risques pour la stabilité financière découlant de l'obligation de recours aux chambres de compensation implique que les CCP elles-mêmes mettent en œuvre des mesures strictes de gestion des risques. Dans l'Union européenne, c'est le règlement EMIR, entré en vigueur en août 2012, qui fixe les principales règles prudentielles applicables aux chambres de compensation.

¹⁰⁸ En 2022, de très nombreux acteurs énergétiques européens ont ainsi été soumis à des appels de marge massifs émis par EEX établie en Allemagne et ICE Clear Europe établi au Royaume-Uni. Or les montants appelés résultent en partie des modèles de gestion des risques soumis à l'approbation des seuls superviseurs nationaux.

¹⁰⁹ Les dépositaires centraux de titres s'assurent ainsi que les titres n'aient pas été livrés si le paiement n'est pas réglé et vice-versa), et assurent le service notarial (soit la création des titres lors d'émissions) ainsi que la tenue centralisée des comptes, soit l'assurance que le nombre de titres en circulation est égal à tout moment au nombre de titres émis.

émissions ou encore du règlement-livraison. Ils font l'objet d'un certain nombre de règles harmonisées au niveau européen, notamment en matière prudentielle et d'organisation interne, à travers le règlement CSDR (*Central Securities Depositories Regulation*) entré en application le 1^{er} février 2022.

La supervision des CCP et DCT européens demeure pourtant entièrement dévolue aux autorités nationales.

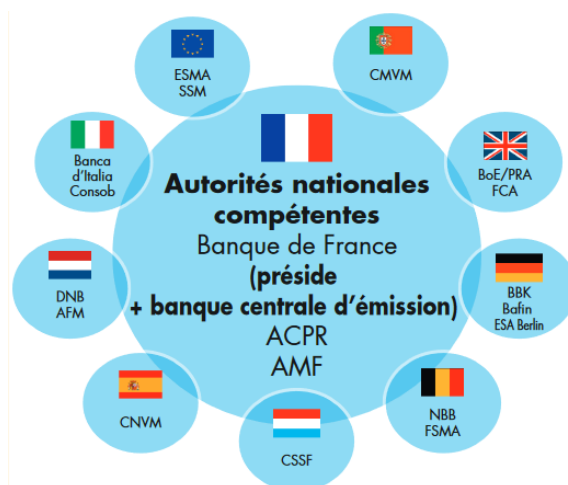
Seuls les CCP de pays tiers sont paradoxalement soumises à une supervision européenne. La systémicité des chambres de compensation de pays tiers pour la stabilité financière de l'Union européenne est mesurée par l'ESMA avec l'appui des banques centrales. L'UE a d'ailleurs très logiquement confié à l'ESMA la supervision directe des CCP de pays tiers les plus systémiques.

Pour les CCP européennes, la piste d'une supervision centralisée a été systématiquement écartée, au moyen d'arguments souvent peu recevables. Une idée fréquemment avancée est que seul l'Etat où la chambre de compensation est établie supporterait le coût budgétaire d'une résolution. Pourtant, dans le scénario très peu probable d'une résolution, les pertes seraient bien partagées entre acteurs européens : le cadre de redressement et de liquidation des chambres de compensation européennes adopté en 2020 repose en effet sur le principe d'une répartition des pertes entre la chambre de compensation, les adhérents compensateurs et le cas échéant les clients. Ces deux dernières catégories impliquent que les pertes sont partagées en intra-européen, avec, le plus probablement, un impact massif sur les banques adhérentes compensatrices.

Les collèges EMIR ne remettent pas en cause le principe de supervision nationale. Ces collèges sont notamment composés de l'ESMA, de l'autorité nationale compétente de la CCP, qui assure par ailleurs la présidence du collège¹¹⁰, des autorités compétentes responsables de la surveillance des membres compensateurs apportant les plus grandes contributions au fonds de défaillance de la contrepartie centrale, ainsi que celles responsables de la surveillance des plates-formes de négociation et dépositaires centraux de titres auxquelles la contrepartie centrale fournit des services (cf. graphique 43).

¹¹⁰ Avec l'entrée en vigueur à venir d'EMIR3.0, l'ESMA deviendra *co-chair* de ces collèges, avec l'autorité nationale compétente concernée. L'ESMA sera donc impliquée dans la fixation des dates des collèges et de leur ordre du jour. Néanmoins, EMIR3.0 prévoit explicitement que l'autorité nationale compétente a le dernier mot sur ces aspects en cas de désaccord sur ces aspects. L'évolution est donc purement symbolique.

Graphique 43 : composition du collège des superviseurs de la CCP française LCH SA (pré-EMIR3.0)



Source : Banque de France ([lien](#))

Alors que les avis qu'ils rendent demeurent non liants, les collèges EMIR ne sont pas transformés en outils de supervision, mais sont devenus des chambres d'enregistrement des décisions prises par l'autorité nationale compétente, et au mieux – mais de façon très inégale selon les chambres de compensation - d'échange d'informations¹¹¹.

S'agissant des DCT, la dernière révision de CSDR dite « CSDR refit » a permis de rendre obligatoire des collèges au rôle extrêmement réduit de simple partage d'information – dès lors que le DCT est systémique pour deux autres Etats membres que son Etat d'établissement¹¹².

Les infrastructures de post-marché constituent donc les cibles naturelles d'un passage obligatoire vers une supervision par l'ESMA¹¹³.

Ce transfert de supervision vers l'ESMA pourrait être réalisé de manière progressive, en limitant dans un premier temps le champ des CCP et des DCT concernés aux plus systémiques, qui pourraient être désignés à partir d'une combinaison de critères quantitatifs portant sur (i) le volume de transactions/titres gérés par ces infrastructures et (ii) l'ampleur de la dimension transfrontière de leur activité, par exemple en mesurant l'exposition des différents Etats membres à l'infrastructure de marché.

Dans un second temps, un passage sous une supervision par l'ESMA de l'ensemble des chambres de compensation et dépositaires centraux de titres pourrait être considéré, afin de ne pas laisser perdurer une situation dans laquelle les infrastructures de marché

¹¹¹ La Commission européenne notait dans son étude d'impact rédigée pour la revue EMIR3.0 le constat suivant : « Confidential information provided to DG FISMA services stated that there is a risk that, following authorization, CCP colleges have become a mechanism for the exchange of information, rather than an effective supervisory tool. ».

¹¹² Ces collèges sont alors composés notamment de l'autorité nationale compétente du DCT concerné, de l'ESMA, des autorités nationales compétentes des Etats membres dans lesquels l'activité du DCT est jugée significative. La fréquence minimale des réunions du collège est aussi très faible (une par an).

¹¹³ L'implication de la BCE sera nécessaire sur certaines décisions, a fortiori s'agissant des chambres de compensation disposant d'une licence d'établissement de crédit.

de plus petite taille peuvent bénéficier d'un avantage compétitif en conservant les bénéfices d'une supervision pouvant être plus laxiste selon leur lieu d'implantation.

Outre l'impact bénéfique attendu en matière de stabilité financière, confier la supervision des CCP et des DCT à l'ESMA contribuerait également à la réduction de la fragmentation du post-marché, et favoriserait l'intégration au sein des grands groupes paneuropéens. De manière générale, cette évolution garantirait une unicité dans l'interprétation des différents règlements européens applicables et éviterait des phénomènes d'arbitrage réglementaire et de distorsion de concurrence¹¹⁴. En rompant avec la multiplication des collèges, elle permettrait également une allocation plus efficace des ressources publiques de supervision.

S'agissant spécifiquement des CCP, le passage à une supervision unique européenne réduirait drastiquement les délais de mise sur le marché et les coûts pour les acteurs privés¹¹⁵.

S'agissant des DCT, disposer d'une supervision dont la légitimité est européenne pourrait permettre aux émetteurs, notamment publics, d'opter si cela est pertinent pour des DCT qui ne sont pas établis dans leur pays. Cela pourrait renforcer la concurrence entre DCT et réduire les coûts associés au règlement-livraison.

Les gestionnaires de plateformes de négociation de dimension européenne bénéficieraient eux-aussi d'une supervision plus intégrée via l'ESMA. S'ils ne revêtent pas directement une dimension systémique comparable à celle des DCT et CCP, leur résilience opérationnelle est toutefois un point central pour le bon fonctionnement des marchés.

- En effet, un certain nombre d'entre eux ont mis en œuvre au cours de la décennie écoulée une stratégie de consolidation ambitieuse, à l'instar d'Euronext (bourses de Paris, Bruxelles, Dublin, Lisbonne, Oslo, Amsterdam et Milan) et Nasdaq Nordics (bourses en Suède, Danemark, Finlande, et Islande).
- Ces rapprochements devraient constituer d'importants leviers d'intégration des marchés financiers européens, en offrant aux investisseurs un carnet d'ordre unique théorique dans le cas d'Euronext. Du point de vue des émetteurs, cette intégration doit permettre l'accès à un bassin de liquidité considérablement élargi, même si la fragmentation du post-marché limite toujours l'accès effectif des investisseurs à ce bassin de liquidité intégré.
- Or, l'absence de supervision intégrée au niveau européen limite aujourd'hui les bénéfices retirés par les gestionnaires de plateformes de négociation et leurs usagers. Ainsi, Euronext bénéficie d'une coordination de ses superviseurs par l'intermédiaire d'un collège non prévu par la réglementation européenne, mais

¹¹⁴ Par exemple, s'agissant de l'interprétation du champ matériel des décisions de la chambre de compensation qui doit faire l'objet d'un avis du collège EMIR, dans un calendrier nécessairement rallongé par rapport à un scénario où seule l'autorité nationale se prononce.

¹¹⁵ Bien que les décisions du collège EMIR ne soit pas liantes, celle-ci requièrent – à raison - du temps. L'approbation du superviseur pour le lancement d'un service ou du activité prend en moyenne 8,5 mois, avec des délais d'attente allant de 3 à 15 mois une fois la demande déclarée complète par le superviseur national. Les demandes de validation de changement significatifs de modèles de risques peuvent prendre, quant à eux, jusqu'à 2,5 ans¹¹⁵. Si une partie des délais sont imputable à la phase pré-complétude des délais, il semble indéniable que la multiplication des autorités impliquées dans les décisions de supervision, alors que la seule autorité décisionnaire reste l'autorité nationale, non seulement n'atteint pas ses objectifs de stabilité financières mais augmente aussi les coûts pour les acteurs privés.

construit volontairement dans le cadre d'un *memorandum of understanding*. Toutefois, en l'absence de fondement juridique supranational, celui-ci s'appuie sur un système de consensus, s'alignant de fait sur le processus le plus exigeant des régulateurs concernés. Ainsi, Euronext y porte les demandes de pré-validation des changements de règles de trading car elles sont prévues par la loi de 3 de ses 7 superviseurs nationaux. Les audits sont engagés sur une base nationale, quand bien même l'entreprise opère une plate-forme technologique unifiée et la sous-traitance interne doit faire l'objet d'une formalisation complexe.

Dans ce contexte, il est recommandé de transférer à l'ESMA, de manière obligatoire, la supervision des opérateurs de plateformes de négociation les plus importants. Ce transfert s'effectuerait selon des critères quantitatifs, sur le même modèle que ceux mis en œuvre pour les DCT et CCP, avec cette fois-ci une prise en compte de la taille et de la dimension transfrontière des activités de ces opérateurs, afin de limiter dans un premier temps ce transfert de supervision aux opérateurs dont les volumes sont les plus importants, et les plus internationaux. Cette supervision intégrée aurait vocation à remplacer, et non à s'ajouter à la supervision des autorités nationales compétentes.

- Ce passage à une supervision intégrée irait de pair avec une reconnaissance des prestations intragroupes, un alignement des mécanismes de supervision des opérateurs et des règles de marchés, se substituant aux cadres nationaux applicables, et une centralisation des *reportings* et systèmes de surveillance.

4.3.2. Pour les gestionnaires d'actifs de dimension européenne et leurs fonds, une supervision plus intégrée est également préconisée

Comme dans le cas des opérateurs de plateformes de négociation, la supervision européenne doit être pensée comme un levier de compétitivité pour les gestionnaires d'actifs européens. En effet, contrairement aux CCP et aux DCT, les gestionnaires d'actifs et les fonds d'investissement revêtent une systémicité peu caractérisée. Aussi convient-il de considérer la pertinence d'une intégration de leur supervision non pas au regard d'enjeux de stabilité financière, mais d'objectifs d'intégration et de compétitivité.

Ainsi, l'intégration de la supervision doit permettre aux champions européens de la gestion d'actifs de bénéficier des économies d'échelle générées par le marché unique, en bénéficiant d'une reconnaissance de la notion de groupe.

La reconnaissance de la notion de groupe s'accompagnerait à minima, s'agissant des gestionnaires d'actifs de dimension européenne, de la création de collèges de superviseurs obligatoires, dirigés par l'ESMA. Ces collèges pourraient permettre d'embarquer l'ensemble du marché dans la voie d'une intégration de la supervision et de maîtriser le risque d'une nouvelle forme de fragmentation. Ils seraient présidés par l'ESMA, et en mesure de rendre des avis liants sur certaines décisions clés de supervision.

Pour ceux souhaitant bénéficier d'une supervision plus intégrée, une modalité d'opt-in pour une supervision directe par l'ESMA serait offerte. Un mécanisme volontaire permettrait une construction progressive de la crédibilité de l'ESMA en tant que superviseur direct, qui pourrait conduire peu à peu un nombre croissant d'acteurs à se soumettre à cette supervision intégrée, une fois les bénéficiaires établis. La

condition de l'accord explicite des acteurs concernés garantirait que le transfert de compétence s'opère effectivement dans des conditions favorables à leur compétitivité.

L'opt-in est donc une réponse au blocage politique actuel autour du renforcement de la supervision européenne. Certains Etats membres et acteurs demeurant à ce jour opposés à tout élargissement des prérogatives de supervision de l'ESMA, l'approche proposée permettrait d'offrir une simple option aux acteurs volontaires, sans impact pour ceux souhaitant demeurer supervisés par leurs autorités nationales compétentes.

Concrètement, les gestionnaires d'actifs pourraient opter pour un 28ème régime de supervision européenne, qui leur permettrait d'être supervisés en tant que groupes européens intégrés. Ce 28^{ème} régime offrirait une réponse particulièrement adaptée aux gestionnaires d'actifs, qui sont nombreux à opérer dans l'UE à travers des modèles intégrés via des entités implantées et agréées dans plusieurs juridictions de l'Union européenne. Afin de limiter le saut quantique que pourrait représenter le passage d'une supervision nationale à une supervision européenne intégrée, il conviendrait de leur permettre d'effectuer cette transition entité par entité, ou directement à l'échelle du groupe à leur discrétion.

Les produits distribués pourraient eux-aussi être placés sous ce régime de supervision intégrée, en particulier les fonds d'investissement définis en droit européen (UCITS¹¹⁶ et ELTIF notamment). Dans un tel cas, les fonds seraient agréés et supervisés par l'ESMA lorsque leurs gestionnaires en font la demande. Du point de vue du droit des sociétés et du droit fiscal, le véhicule pourrait être domicilié dans un Etat membre mais le produit financier serait supervisé par l'ESMA. A terme, un support européen pourrait même être élaboré, sur le modèle de la « société européenne ».

Pour les fonds d'investissement, l'opt-in offrirait un passeport de commercialisation plus effectif. Une validation unique de la documentation commerciale par l'ESMA serait prévue, sans droit de recours possible par les autorités nationales compétentes : cela accélérerait significativement le « *time to market* » des fonds, à condition que les délais d'agrément de l'ESMA soient en ligne avec ceux actuellement observés au niveau des superviseurs nationaux. La validation unique de la documentation commerciale permettrait de contourner l'hétérogénéité des règles nationales, notamment en termes de communication ESG. Le *passporting* des fonds serait par ailleurs facilité avec une suppression de l'impératif de notification. Il convient également de préciser que les gestionnaires d'actifs pourraient choisir de faire enregistrer et superviser certains fonds à vocation transfrontière par l'ESMA tout en maintenant d'autres fonds dans un régime national.

Cette modalité d'opt-in serait également offerte aux opérateurs de plateformes de négociation et aux infrastructures de post-marché souhaitant bénéficier d'une supervision intégrée, mais ne réunissant pas les critères quantitatifs rendant celle-ci obligatoire.

¹¹⁶ Vraisemblablement à condition d'une transformation de la directive en règlement.

5. D'ambitieux travaux devront être menés afin de réduire la fragmentation du post-marché au niveau européen

5.1. Les marchés financiers européens se distinguent par un degré élevé de fragmentation du règlement-livraison

L'attention est souvent portée, s'agissant des infrastructures de marchés, sur l'intérêt des mouvements de consolidation des « bourses », ce qui est généralement compris comme la fusion des plateformes de cotation et l'émergence de marchés primaires européens. Or, comme on l'a vu précédemment, la consolidation des marchés primaires sur une plate-forme unique ne permet pas de générer toutes les synergies attendues en raison du système de licence et de supervision domestiques.

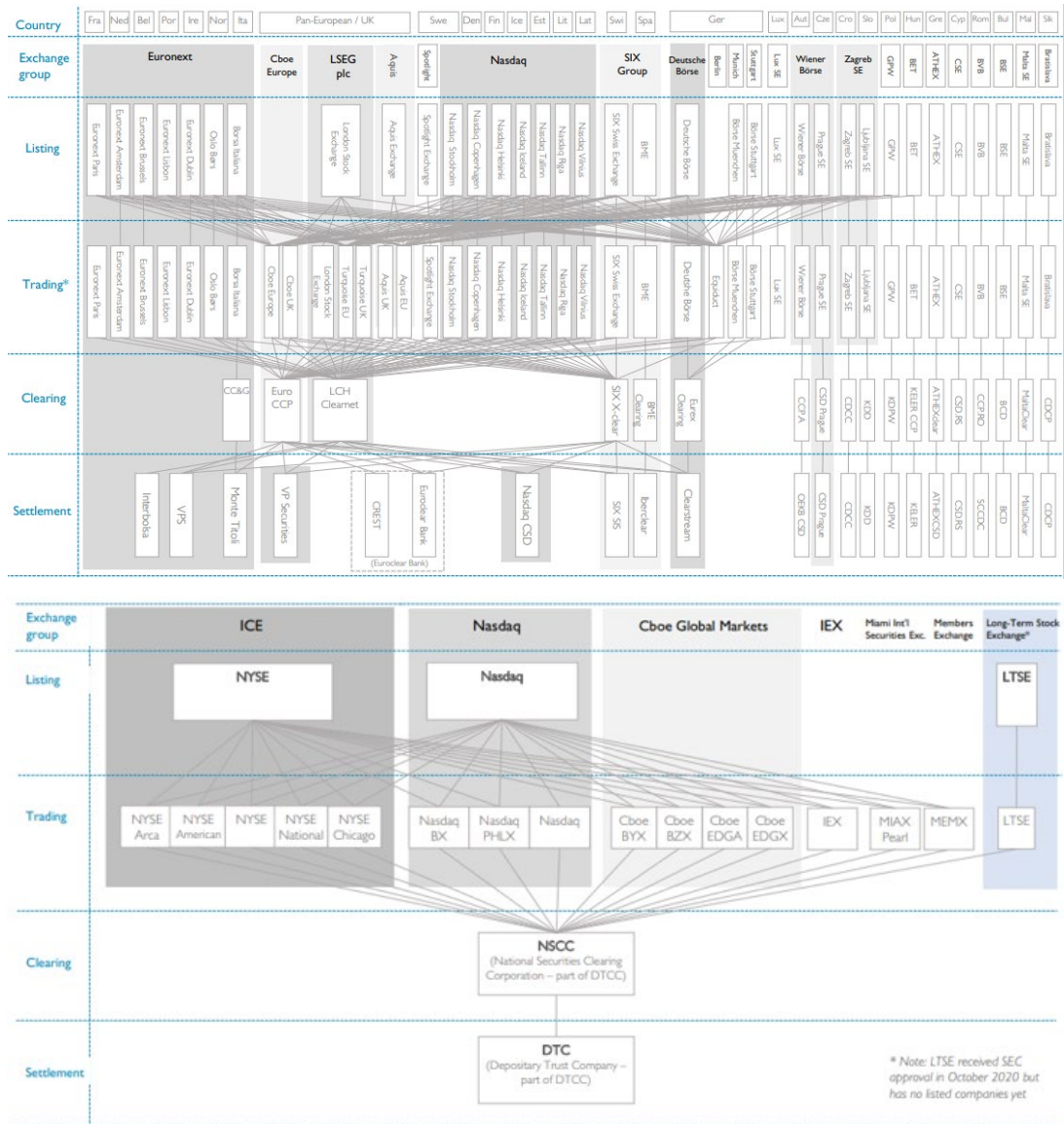
Mais quand bien même cet obstacle serait levé, la consolidation des étages « amont » de la chaîne de trading ne pourraient produire leur plein effet tant que les étapes « aval », le post-marché, restent segmentées domestiquement.

En effet, si à l'instar des Etats-Unis, la négociation d'instruments financiers au sein de l'Union européenne s'effectue sur un nombre élevé de plateformes de négociation, le paysage des infrastructures de post-marché y est, à l'inverse des Etats-Unis, particulièrement fragmenté. Cet état de fait est principalement lié à la multiplicité des dépositaires centraux de titres (DCT), et dans une moindre mesure, des infrastructures de compensation centrale¹¹⁷ au sein de l'Union européenne. On dénombre en effet 28 DCT actifs s'agissant des actions au sein de l'Union européenne, alors que le règlement-livraison¹¹⁸ est opéré par un unique acteur aux Etats-Unis. Ainsi, les efforts d'intégration des plateformes de négociation réalisés par certains acteurs européens ne suffisent pas complètement à réduire la fragmentation de la liquidité, les émetteurs restant enregistrés sur des DCT domestiques faiblement interopérables.

¹¹⁷Plusieurs chambres de compensation co-existent tant aux Etats-Unis et dans l'Union européenne, bien qu'une unique chambre de compensation américaine opère sur le marché action alors qu'elles sont plusieurs à le faire en dans l'Union.

¹¹⁸ Le règlement-livraison intervient après l'étape de la négociation, et le cas échéant celle de la compensation. Il permet l'exécution des contrats conclus entre les contreparties, i.e. le plus souvent la livraison d'un titre à l'acheteur contre son paiement au vendeur. Les systèmes de règlement-livraisons garantissent la fiabilité juridique et opérationnelle de la transaction, et notamment que le titre n'est livré que s'il y a paiement et réciproquement.

Schéma 4 : Infrastructures de marché présentes sur le marché européen des actions, en UE (haut) et aux Etats-Unis (bas)



Source : New financial, 2021 ([lien](#))

Le nombre des DCT européens n'est pas proportionné au regard de la taille des marchés européens. Vingt-huit DCT opèrent en UE et tous sont actifs sur le marché des actions¹¹⁹. Aux Etats-Unis - où le marché des actions représente plus du quadruple du marché européen en termes de capitalisation - la fonction de règlement-livraison est assurée sur ce segment par un unique DCT, la *Depository Trust Company*. L'existence d'un grand nombre de dépositaires centraux de titres en UE n'est pas récente, et le phénomène ne s'est pas substantiellement réduit en dépit des mouvements de consolidation conduits ces dernières années¹²⁰ par des groupes boursiers européens comme Euronext ou par le groupe Euroclear (cf. tableau 3). Bien que ces groupes aient individuellement agrandi leurs empreintes européennes, contribuant grandement à

¹¹⁹ ECSDA, European CSD Industry Factbook, 2018-2019 update ([lien](#)).

¹²⁰ Euronext a acquis le DCT portugais (2002) et le DCT italien Monte Titoli (2021). De son côté, Euroclear résulte de la fusion des dépositaires centraux de titre français, néerlandais et britannique au début des années 2000, puis de l'acquisition des DCT finlandais et suédois en 2008.

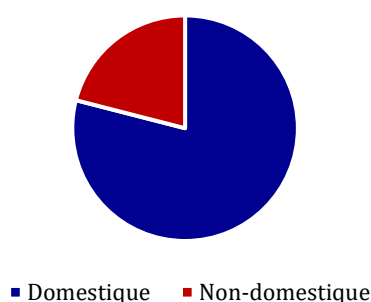
unifier sur ce périmètre le fonctionnement opérationnel du règlement-livraison¹²¹, le nombre de dépositaires centraux de titres opérants en Union européenne reste très élevé¹²².

Tableau 3 : groupes de dépositaires centraux de titres en Union européenne

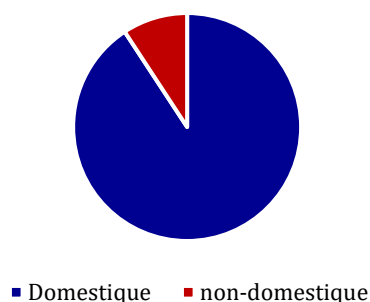
Deutsche Börse Group	Euroclear	Euronext
Clearstream Banking SA (ICSD)	Euroclear Bank (ICSD)	Euronext Securities Copenhagen
Clearstream Banking AG	Euroclear Belgium	Euronext Securities Milan
LuxCSD	Euroclear Finland	Euronext Securities Oslo
	Euroclear France	Euronext Securities Porto
	Euroclear Nederland	
	Euroclear Sweden	

Les DCT conservent un ancrage essentiellement national, tant en termes d'acteurs servis que de titres gérés. En UE, seuls l'Estonie, la Lituanie, Chypre et l'Irlande ne disposent pas de « leur » DCT national¹²³. En 2019, seuls 21% des clients directs des dépositaires centraux de titres opérant en Europe étaient établis dans un pays tiers ou dans un autre Etat membre de l'UE¹²⁴ (cf. graphique 44). Ce biais national se confirme aussi s'agissant des titres centralement maintenus auprès des DCT établis en Union européenne (cf. graphique 45), et ce quelle que soit la nature de ces titres (cf. graphique 46).

Graphique 44 : part moyenne des participants domestiques versus non-domestiques connectés aux DCT en Europe (hors DCT internationaux), 2019



Graphique 45 : proportion de titres domestiques versus non-domestiques maintenus centralement chez les DCT européens



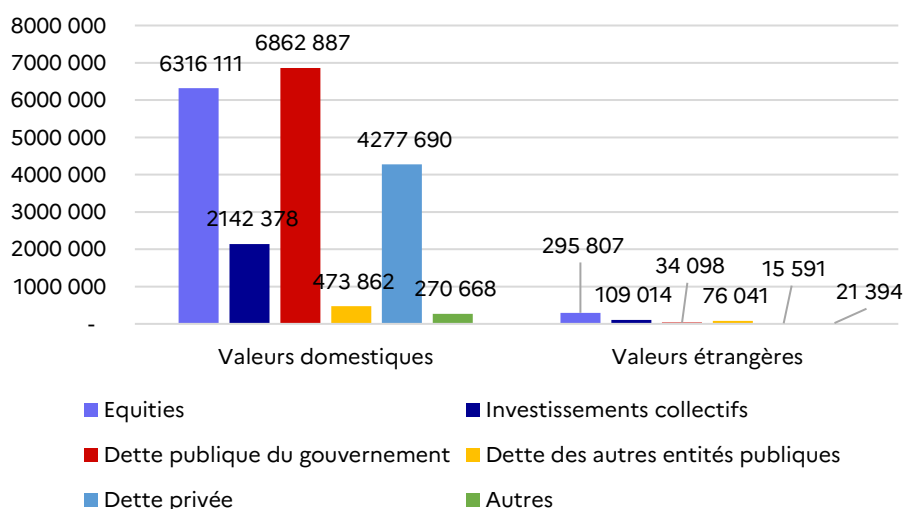
¹²¹ Sans aller jusqu'à la fusion de CSD, la plateforme ESES du groupe Euroclear est la consolidation opérationnelle la plus aboutie, puisqu'elle réunit sur une plateforme technique unique 3 dépositaires centraux de titres appartenant au groupe (Euroclear France, Euroclear Belgique et Euroclear Pays-Bas). Juridiquement, les trois systèmes ESES sont exploités par chacun de ces trois CSD, qui relèvent chacun du droit du pays dans lequel chacun des CSD est établi, sous la surveillance du/des superviseur(s) national(ux).

¹²² A l'exception de Nasdaq CSD SE, qui dispose d'un unique CSD couvrant tant l'Estonie, la Lituanie que la Lettonie (où elle a localisé son siège), les consolidations ne sont pas traduites par une réduction du nombre de DCT.

¹²³ Liste des dépositaires centraux de titre autorisés en UE ([lien](#)).

¹²⁴ ECSDA, European CSD Industry Factbook, 2018-2019 update. Ce chiffre n'inclut pas les DCT internationaux, qui sont non-domestiques par nature.

Graphique 46 : Valeurs agrégées des titres domestiques et étrangers maintenus centralement par l'ensemble des DCT établi en UE, selon le type d'instrument (en millions d'euros)



Source : [Graphique 44 : ECSDA, European CSD Industry Factbook, 2019, lien](#). Le périmètre des CSD couverts excède ceux établis en Union européenne.
[Graphique 45 et 46 : ECSDA, Database, 2022, lien](#).

L’ancrage national des DCT s’explique notamment par des considérations de souveraineté et de stabilité financière propres, le caractère non harmonisé de certains aspects du droit des titres et de la fiscalité ainsi que l’actionnariat de ces acteurs :

- ◆ L’absence de supervision européenne des dépositaires centraux de titres les plus systémiques incite notamment les émetteurs de dette souveraine, qui émettent des volumes importants, à faire, pour leurs émissions, le choix du DCT national surveillé par le superviseur national. 99,5% de la dette publique émises par les gouvernements UE sont ainsi maintenus centralement par le DCT national (cf. graphique 46) ;
- ◆ L’absence d’harmonisation du droit des titres et de la fiscalité¹²⁵ pousse l’ensemble des acteurs économiques et financiers, notamment les teneurs de compte conservateurs qui assurent des fonctions liées à la « vie du titre », à avoir recours au DCT national. En effet, les services offerts par les DCT doivent être conformes au droit des titres de l’Etat membre dans lequel l’émetteur est établi et celui en vertu duquel le titre est émis¹²⁶. Le droit des titres n’étant pas uniformisé à l’échelle de l’Union européenne, les clients ont un biais naturel pour le DCT « national » (cf graphe 44a) ;
- ◆ Enfin, l’absence de perspective de réduction de la fragmentation du règlement-livraison est parfois confortée par les schémas de détention de ces acteurs : l’existence de silos nationaux peut créer une barrière à l’entrée mais, *a contrario*, l’indépendance vis-à-vis des marchés primaires limite les incitations à investir pour faciliter les listings en provenance de nouvelles juridictions. Au total, il est rare que

¹²⁵ La [proposition législative](#) de la Commission sur la retenue à la source (« withholding tax ») vise toutefois à harmoniser les procédures associées à cette dernière et ainsi faire en sorte que celle-ci ne contribue pas à désinciter aux investissements transfrontaliers.

¹²⁶ Article 49 CSDR

les opérateurs de DCT aient une motivation à sortir du statu quo domestique, comme en témoigne la rareté des opérations de consolidation dans ce secteur et d'engagement de projets lourds de convergence opérationnelle : Euroclear n'a pas poursuivi ce mouvement au-delà du périmètre d'ESES et Euronext entame ce travail sur le périmètre des DCT qu'il possède. Les banques centrales nationales¹²⁷ restent par ailleurs attachées au contrôle de leur DCT national.

En conséquence, les utilisateurs européens font face à des coûts de règlement-livraison transfrontières très probablement bien plus élevés qu'aux Etats-Unis. Contrairement aux Etats-Unis où un seul DCT opère, il n'existe pas, en Union européenne, un unique bassin européen de titres concentré au sein d'un DCT, accessible à tous les investisseurs. Les transactions intra-européennes nécessitent souvent d'avoir recours à une multiplicité d'acteurs connectés entre eux, qu'il s'agisse de banques et/ou de plusieurs DCT. Or, la mobilisation d'une multiplicité d'acteurs et la mise en place de liens entre eux (122 liens¹²⁸ uni- ou bidirectionnels existent entre DCT européens) génère des coûts d'établissement et de maintenance répercutés sur les coûts de transactions.

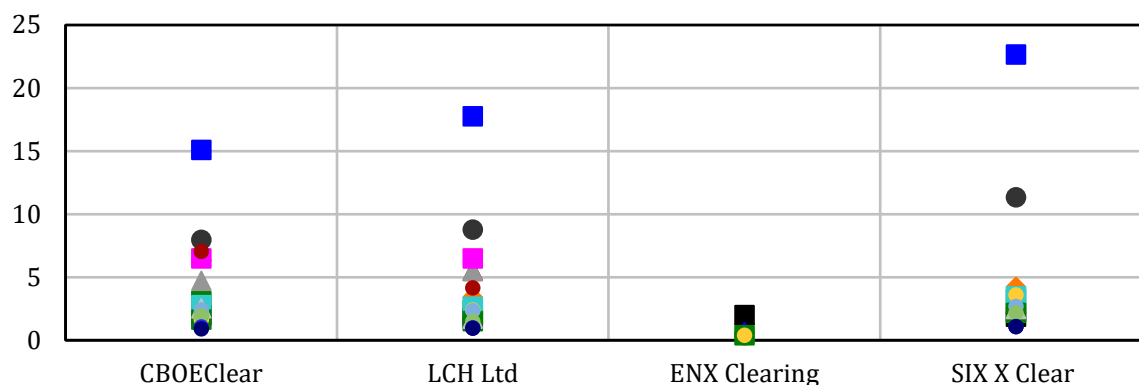
Par ailleurs le coût du règlement-livraison est très variable selon le DCT européen, comme l'atteste la dispersion des frais de règlement-livraison appliqués à des transactions issues d'une même chambre de compensation selon le DCT choisi (cf. graphique 47). Plus qu'une véritable concurrence, ces différences de prix semblent refléter l'influence des volumes des DCT sur les prix pratiqués. Cette variation illustre donc non seulement l'absence d'interopérabilité entre DCT européens mais indique aussi qu'un investisseur localisé dans le pays d'établissement d'un gros DCT sera désincité, par les prix, à se procurer un titre émis dans un autre Etat membre chez un plus petit DCT.

La fragmentation du règlement de titre en UE contribue donc à réduire le bassin de titres aisément accessible pour un investisseur européen, notamment *retail*, aux seuls titres émis auprès du DCT national. De surcroît, cette complexité et le niveau de prix pratiqué ne peut que nuire à l'attractivité des marchés financiers européens pour les investisseurs étrangers.

¹²⁷ CDAD, SKDD, Keler, ENX Securities Milan, MSE, KDPW

¹²⁸ Donnée de 2022, Rapport de l'ESMA sur les services transfrontières, [lien](#). L'ESMA décompte 161 liens entre CSDs européens, et 263 liens en prenant en compte les CSDs de pays tiers. Ouverture d'un compte par un CSD chez un autre CSD de sorte à pouvoir y répercuter ses instructions de règlement-livraison.

Graphique 47 : Dispersion des coûts de règlement-livraison affichés par différentes chambres de compensation, en fonction du DCT européen choisi



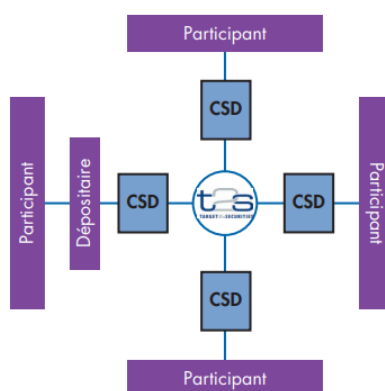
Source : documentation publique des chambres de compensation, mai 2024.

Au-delà des différences de tarifs de règlement-livraison, les surcoûts sont également imputables aux coûts de conservation des titres non domestiques : ils représentent un multiple des coûts domestiques pour les courtiers de détail, en raison du manque d'intégration des plateformes bancaires de teneurs de comptes-conservateurs, qui oblige à la multiplication des liens vers les DCT ou le recours à des intermédiaires.

5.2. T2S n'a malheureusement pas permis de réduire cette fragmentation

L'Eurosystème a tenté d'offrir une réponse à la fragmentation du règlement des titres en UE via le lancement, en 2015, de Target2-Securities (T2S). T2S est une plateforme technique à laquelle les DCT ayant décidé de participer externalisent leur activité de règlement-livraison. Conçue pour promouvoir le règlement-livraison en monnaie de banque centrale, cette plateforme devait aussi apporter une solution à la fragmentation du règlement des titres en UE en simplifiant l'achat d'un titre par un investisseur issu d'un autre Etat membre et réduire le coût du règlement transfrontalier¹²⁹.

Schéma 3 : fonctionnement simplifié de T2S



Source : Banque de France, [lien](#)

¹²⁹ [What is TARGET2-Securities \(T2S\)? \(europa.eu\)](https://europa.eu).

Ainsi, T2S aurait en théorie dû rendre le règlement-livraison transfrontière identique à un règlement-livraison domestique, tant d'un point de vue opérationnel qu'en termes coûts. En localisant en son sein les comptes-titres de l'ensemble des DCT participants ainsi que les comptes espèces des banques centrales nationales associées, T2S aurait dû permettre aux émetteurs (ou investisseurs) européens d'avoir accès, via un seul DCT connecté à T2S, à l'ensemble des investisseurs (ou titres) disponibles chez l'ensemble des autres DCT connectés à T2S (cf schéma 3).

Malgré ses apports en matière de règlement-livraison des opérations financières en monnaie de banque centrale, T2S n'est pas devenu un nœud d'interopérabilité au service des transactions transfrontières, mais une plateforme technique utilisée essentiellement à des fins nationales, contrairement à son objectif¹³⁰.

T2S ne s'est pas substitué aux réseaux de liens connectant entre eux les DCT mais s'y est ajouté, empêchant logiquement la plateforme de devenir l'unique nœud central envisagé dans le schéma 3. T2S n'étant pas juridiquement un DCT, mais une plateforme technique utilisée par les DCT, la circulation transfrontalière des titres dans T2S repose en effet sur l'établissement de liens entre DCT, en plus de la mise en œuvre technique du règlement-livraison sur la plateforme T2S.

Sans que les volumes concernés ne soient publics, T2S est « contourné » pour une très grande partie du règlement-livraison, qu'il soit transfrontalier ou non : tel est en effet le cas s'agissant du règlement-livraison opéré chez les dépositaires centraux de titre internationaux, ou encore du règlement-livraison qui s'opère directement au sein des réseaux de teneurs de compte conservateurs¹³¹.

Enfin, T2S est utilisé par les DCT essentiellement à des fins domestiques. Tant en volume qu'en valeur, les transactions ayant une dimension transfrontière au niveau de T2S (i.e. le flux est directement apporté à T2S par deux DCT, on parle de règlement-livraison « cross-CSD ») représentent une infime minorité des flux transitant par T2S, n'atteignant même pas 1,5% des volumes et 4% des montants en 2022. L'immense majorité des volumes et des valeurs réglés-livrés via T2S l'est en « intra-CSD » (respectivement 98% et 96%) : c'est un unique DCT qui apporte le flux à T2S pour le compte de l'ensemble de ses participants, y compris, le cas échéant en cas de transaction transfrontière, pour le compte d'autres DCT. Ainsi, dans cette configuration, la partie transfrontière du règlement-livraison est opérée via les liens, dans un second temps, en dehors de T2S.

Certaines évolutions en cours pourraient avoir des effets positifs, mais incertains dans leur ampleur, sur les volumes transfrontières réglés-livrés en UE via T2S. Tel est le cas des initiatives visant à uniformiser les procédures de retenues à la source¹³² et plus largement des initiatives du groupe de travail AMI-SeCo qui conseille l'Eurosystème en matière de titres et de collatéral. S'agissant de la couverture géographique de T2S, la

¹³⁰ "The overall objective of T2S is to facilitate post-trading integration by supporting core, borderless and neutral pan-European cash and securities settlement in central bank money so that CSDs can provide their customers with harmonized and commodities settlement services in an integrated technical environment with cross-border capabilities." (*introduction des principes généraux de T2S, lien*)

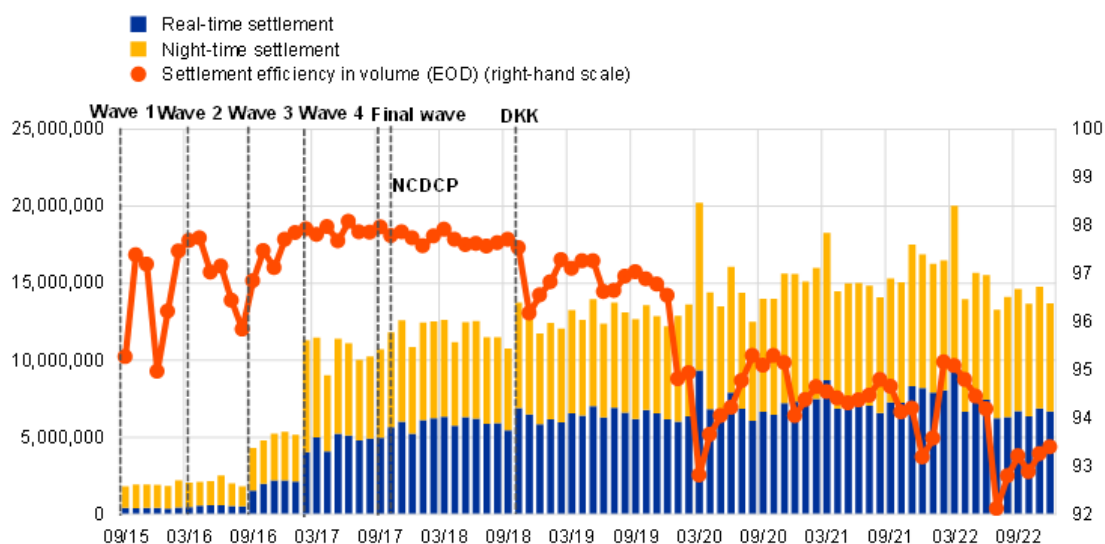
¹³¹ Tous ces règlements-livraisons s'opèrent en monnaie de banque commerciale, ce qui est logique en cas de transaction dans une devise non disponible chez T2S (dollar par exemple), mais ce qui suscite des interrogations s'agissant des transactions en euro.

¹³² L'initiative dite « Faster » vise notamment à harmoniser les systèmes de retenues à la source sur les dividendes. La multiplicité de ces procédures a été identifiée comme faisant partie des barrières fiscales aux investissements transfrontaliers.

migration d'Euroclear Bank sur T2S a été annoncée en septembre 2023 et Euronext utilise la fonction de règlement-livraison cross-CSDs depuis 2023, en utilisant le lien d'interopérabilité au niveau de son DCT. Si la couverture géographique de T2S a quasiment atteint tout son potentiel en UE, avec 24 DCT connectés, l'effet volume de cette dernière vague est incertaine puisque les DCT internationaux réalisent majoritairement le règlement-livraison en monnaie de banque commerciale, alors que T2S ne traite le règlement-livraison qu'en monnaie de banque centrale.

T2S n'a pas non plus tenu toutes les attentes s'agissant de son efficacité, ce qui peut nuire à son attractivité pour les participants de marché. T2S présente en effet un taux de défaut de règlement volatile et qui s'est petit à petit dégradé (le plus souvent sous 95%), ce qui nuit à son attractivité pour les participants de marché. Ces résultats ne s'expliquent que partiellement par les effets induits par l'introduction de nouvelles méthodologies statistiques intervenues en 2020¹³³.

Graphique 48 : Evolution des volumes sur T2S et efficacité du règlement (en valeur) en fin de journée au sein de T2S



Source : BCE, Rapport annuel T2S 2022. Echelle de gauche : nombre mensuel de transactions; échelle de droite efficacité du règlement-livraison, %. Notes : 1^{ère} vague de migration : 22 juin-31 août 2015 ; 2^e vague de migration : 29 mars 2016 ; 3^e vague de migration : 12 septembre 2016 ; 4^e vague de migration : 6 février 2017 ; migration finale : 18 septembre 2017 ; NCDPC (CSD slovaque) : 27 octobre 2017 ; Couronne danoise : 29 octobre 2018.

¹³³ Ainsi, la BCE note que la baisse du taux d'efficacité du règlement chute à 94,81% en janvier 2020 en raison de l'introduction du nouveau cadre statistique de T2S.

5.3. Pour réduire cette fragmentation, un apport accru de T2S devra venir compléter des travaux sur la convergence du droit des titres

5.3.1. Il convient d'abord de renforcer l'attractivité de T2S et lui permettre de remplir d'autres fonctions traditionnellement offertes par les DCT

Afin de permettre la pleine mobilisation de cet outil européen de règlement-livraison, les statuts de T2S pourraient être revus afin de supprimer le principe selon lequel T2S ne peut pas, juridiquement, devenir un DCT.

L'application de ce principe peut sembler incompatible avec la mission de faciliter les transactions transfrontières à deux titres :

- ◆ T2S ne peut accueillir un bassin de titre accessible directement aux 24 DCT connectés. En écartant le statut de DCT, T2S n'est en effet pas autorisé à fournir directement aux émetteurs un service notarial (enregistrement initial de titres dans un système d'inscription en compte), ni un service de fourniture et de tenue centralisée de comptes de titres au plus haut niveau (service de tenue centralisée de comptes)¹³⁴ ;
- ◆ T2S ne peut non plus être un point nodal suffisant pour le règlement/livraison de transactions transfrontières puisque les DCT doivent cumuler une connexion à T2S et des liens entre eux pour pouvoir mobiliser T2S.

Si elle trouvait une demande, l'émergence d'une infrastructure européenne offrirait pourtant au moins trois avantages:

- ◆ Un règlement-livraison véritablement neutre qui ne contribuerait pas aux biais nationaux d'émission et d'investissement : avec la constitution d'un véritable bassin de titre au sein de T2S, les émetteurs et les investisseurs européens issus de deux Etats membres différents, a fortiori si ces Etats ont des marchés de capitaux de taille différente, ne subirait plus des coûts de règlement-livraison anormalement élevés ;
- ◆ Une baisse des coûts et un renforcement de la transparence : une baisse des coûts totaux générés par le règlement-livraison est théoriquement attendue, étant donné (i) la réduction du nombre d'intermédiaires et de liens nécessaires (possibilité serait ouverte de se connecter directement à T2S via une banque, ou via son DCT national); (ii) un effet volume en cas de nombreuses émissions chez T2S mais aussi si ce changement de statut contribue à la véritable interopérabilité entre T2S et les DCT ; (iii) la politique de tarifs à prix coûtants de T2S. Avec la réduction du nombre d'intermédiaires, une plus grande transparence sur les coûts totaux du règlement-livraison serait aussi attendue ;
- ◆ Des gains en matière de stabilité financière, à deux titres : la montée en puissance de T2S va avec celle du règlement en monnaie de banque centrale, modalité de règlement moins risquée que le règlement en monnaie de banque commerciale.

¹³⁴ Aux termes de l'article 2 du règlement n°909/2014 du Parlement européen et du Conseil du 23 juillet 2014, un DCT est une personne morale qui exploite un système de règlement de titres (...) et fournit au moins un autre service de base. Ces services de bases sont listés en section A de l'annexe du règlement et comprennent le service notarial et de maintenance centrale des comptes.

Le DCT T2S, par nature systémique pour la stabilité financière de l'Union européenne, comme l'est actuellement la plateforme T2S, ne pourrait évidemment être opéré et supervisé qu'au niveau européen.

Toutefois, afin d'offrir les bénéfices attendus en matière d'intégration du post-marché, un tel élargissement des fonctions offertes par T2S nécessiterait qu'un travail de convergence du droit des titres soit réalisé au sein de l'Union européenne. Cette question, traditionnellement sensible en raison du souhait de nombreux Etats membres de conserver leurs spécificités nationales, devrait être traitée avec prudence en raison des implications potentielles en matière de protection des détenteurs finaux des titres financiers concernés. La convergence du droit des titres pourrait par ailleurs avoir comme effet de renforcer l'attrait d'un mouvement de consolidation des DCT, ainsi que leur capacité à attirer des émetteurs non domestiques, avec de potentiels bénéfices du point de vue des émetteurs et des investisseurs fournissant une réponse « privée ».

De plus, un travail devra être réalisé afin de rendre T2S plus attractif et plus efficace. A ce titre, il convient en particulier d'étendre les horaires d'ouverture du système T2S, en lui permettant de procéder à des opérations de règlement-livraison 7 jours sur 7, et 24 heures sur 24 ou encore de moderniser sa connectivité en proposant des API. Afin de rendre la plateforme plus attractive, il faudra prioritairement en réduire les coûts de fonctionnement : l'offre des services de T2S « à prix coûtant » aux acteurs de marché constitue déjà une première mesure utile, mais elle ne garantit pas des coûts bas et ne doit pas se substituer aux efforts pouvant être mise en œuvre afin de réduire les coûts de fonctionnement de la plateforme en s'appuyant des gains d'efficacité opérationnels. Enfin, des progrès sur le plan opérationnel pourraient également être mise en œuvre afin de réduire les taux de défaut de règlement observés sur la plateforme.

5.3.2. A plus long terme, il convient de travailler au développement d'un service de règlement-livraison opéré par T2S sur *blockchain*

Les initiatives privées et publiques se multiplient en Europe et dans le monde pour appliquer la technologie *blockchain* aux infrastructures de marché afin d'améliorer la performance de la chaîne du titre. De nombreuses expérimentations ont mis en évidence et confirmé tout le potentiel de la technologie *blockchain* dans ce domaine. A cet égard, il est estimé que le volume d'actifs tokenisés devrait atteindre 5 000 Md USD d'ici 2030¹³⁵.

Par exemple, la Banque européenne d'investissement (BEI) a réalisé avec succès plusieurs émissions d'obligations digitales, en partenariat avec différents acteurs privés et en variant les paramètres techniques. En particulier, il est intéressant de noter que l'émission effectuée en janvier 2023¹³⁶ a permis de tester l'utilisation de *smart contracts*¹³⁷ pour le règlement-livraison.

¹³⁵ McKinsey ([lien](#))

¹³⁶ BEI ([lien](#))

¹³⁷ Programme ou code informatique inscrit sur la blockchain exécutant automatiquement des transactions sur la base de certains critères, puis transmettant l'information à la blockchain pour l'enregistrer de manière permanente.

Parmi les initiatives privées, JP Morgan a développé une plateforme de tokenisation (*Onyx Digital Assets*) dont l'une des applications permet d'effectuer des règlements instantanés et simultanés (*atomic settlements*) pour des opérations de repo.

Cependant, la multiplication de ces initiatives soulève le risque d'accroître la fragmentation des marchés, que devrait justement résoudre la technologie *blockchain*, ce qui pose un défi d'interopérabilité, chaque acteur risquant de défendre sa propre solution technologique et opérationnelle.

Néanmoins, aucun projet technologique d'envergure capable de se substituer aux mécanismes traditionnels de la chaîne du titre n'a émergé en Europe à ce stade. Construire une infrastructure de marché fiable et robuste fondée sur la technologie *blockchain*, acceptée et utilisée par tous les acteurs financiers nécessite des investissements significatifs, difficiles à engager pour un acteur privé malgré les bénéfices potentiellement attendus. Au sein de l'UE, le Régime Pilote¹³⁸, qui doit permettre de tester la technologie *blockchain* sur les infrastructures de marché sous certaines conditions, connaît une mise en œuvre relativement limitée jusqu'à présent, avec encore peu de candidats, en raison notamment des difficultés à faire émerger un standard partagé de DLT et d'en assurer l'interopérabilité, comme en témoigne par exemple l'échec de Liquidshare¹³⁹ en France

Les pouvoirs publics, notamment la Banque des règlements internationaux (BRI) et la Banque centrale européenne (BCE), sont clairs quant à la nécessité d'éviter un accroissement de la fragmentation des marchés qui diminuerait les apports de la technologie *blockchain* pour les infrastructures de marchés. La BRI propose ainsi de rassembler actifs financiers tokenisés et actifs de règlements tokenisés sur une seule et unique infrastructure *blockchain* développée par les banques centrales (le « *unified ledger* »), projet défendu également au niveau européen par le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne dans son communiqué du 7 mars 2024¹⁴⁰.

Ainsi, il apparaît pertinent de confier à T2S la mission de développer le règlement-livraison sur *blockchain* au sein de l'UE, afin de permettre à cette infrastructure de réaliser demain sur la *blockchain* les opérations de dénouement aujourd'hui opérées en monnaie de banque centrale. L'UE peut en effet s'appuyer, via l'Eurosystème, sur cette structure déjà établie et fonctionnelle de règlement-livraison dont l'articulation avec le système de règlement Target existe déjà et doit se renforcer. Afin d'exploiter tout le potentiel de la technologie *blockchain* en matière de règlement-livraison et de susciter la confiance des utilisateurs dans un tel « *unified ledger* », il est essentiel de disposer d'une monnaie de banque centrale digitale *wholesale* comme actif de règlement fiable. A cet égard, les expérimentations et travaux exploratoires menés par la BCE¹⁴¹ représentent une étape préalable importante pour le développement d'un « *European unified ledger* », et mériteraient d'être prioritairement orientés vers les monnaies numériques de banque centrale interbancaires (ou dites « de gros »).

Les avantages d'un tel projet seraient potentiellement nombreux :

- ◆ Un règlement-livraison à terme moins coûteux et plus fiable ;

¹³⁸ Règlement (UE) 2022/858 du Parlement européen et du Conseil du 30 mai 2022 ([lien](#))

¹³⁹ Née d'un partenariat lancé en juin 2016 entre plusieurs acteurs de place, cette start-up avait pour objectif de développer une infrastructure *blockchain* post-marché pour le segment des PME, mais a cessé ses activités en septembre 2022.

¹⁴⁰ [Statement by the ECB Governing Council on advancing the Capital Markets Union \(europa.eu\)](#)

¹⁴¹ BCE ([lien](#))

- ◆ Une instantanéité et une simultanété du règlement-livraison, réalisable également à tout instant, qui irait de pair avec une réduction du risque de contrepartie et donc des montants d'appels de marges exigées à ce titre. En contrepartie, les transactions devraient néanmoins être préfinancées (pas de recours possible au marché du prêt-emprunt, les contreparties à la transaction devraient disposer du titre et de la liquidité au moment de la transaction). La capacité de T2S à fonctionner en T+0 est clef à l'heure où certains marchés envisagent une transition au règlement en T+1 ;
- ◆ L'émergence d'un véritable standard européen de *blockchain*, sous le contrôle des banques centrales européennes, permettant une pleine prise en compte des enjeux d'autonomie stratégique associée à cette technologique encore trop peu développée en UE notamment en raison des difficultés du secteur à s'accorder ensemble sur une technologie onéreuse.