

N° 646

SÉNAT

SESSION EXTRAORDINAIRE DE 2014-2015

Enregistré à la Présidence du Sénat le 21 juillet 2015

RAPPORT

FAIT

au nom de la commission des finances (1) sur la proposition de résolution européenne de MM. Jean-Paul EMORINE et Richard YUNG présentée au nom de la commission des affaires européennes, en application de l'article 73 quater du Règlement, sur l'Union des marchés de capitaux,

Par M. Albéric de MONTGOLFIER,

Sénateur

ET TEXTE DE LA COMMISSION

(1) Cette commission est composée de : Mme Michèle André, présidente ; M. Albéric de Montgolfier, rapporteur général ; Mme Marie-France Beaufils, MM. Yvon Collin, Vincent Delahaye, Mmes Fabienne Keller, Marie-Hélène Des Esgaulx, MM. André Gattolin, Charles Guené, Francis Delattre, Georges Patient, Richard Yung, vice-présidents ; MM. Michel Berson, Philippe Dallier, Dominique de Legge, François Marc, secrétaires ; MM. Philippe Adnot, François Baroin, Éric Bocquet, Yannick Botrel, Jean-Claude Boulard, Michel Bouvard, Michel Canevet, Vincent Capo-Canellas, Thierry Carcenac, Jacques Chiron, Serge Dassault, Éric Doligé, Philippe Dominati, Vincent Eblé, Thierry Foucaud, Jacques Genest, Didier Guillaume, Alain Houpert, Jean-François Husson, Roger Karoutchi, Bernard Lalande, Marc Laménie, Nuihau Laurey, Antoine Lefèvre, Gérard Longuet, Hervé Marseille, François Patriat, Daniel Raoul, Claude Raynal, Jean-Claude Requier, Maurice Vincent, Jean Pierre Vogel.

Voir le(s) numéro(s) :

Sénat : 640 (2014-2015)

SOMMAIRE

	<u>Pages</u>
LES CONCLUSIONS DE LA COMMISSION DES FINANCES	5
AVANT-PROPOS	7
EXPOSÉ GÉNÉRAL	9
I. L'UNION DES MARCHÉS DE CAPITAUX : « UNE INITIATIVE EUROPÉENNE TRÈS POSITIVE AU CONTENU ENCORE FLOU »	9
A. DES OBJECTIFS AMBITIEUX ET SÉDUISANTS	9
B. UNE ANALYSE INSUFFISANTE DE LA FRAGMENTATION DES MARCHÉS DE CAPITAUX.....	10
C. QUELQUES MESURES DÉJÀ CONNUES.....	12
II. LA PROPOSITION DE RÉOLUTION ADOPTÉE PAR LA COMMISSION DES FINANCES.....	15
A. DES POINTS DE VIGILANCE	15
1. <i>Le maintien des réformes « Barnier »</i>	<i>15</i>
2. <i>Le rôle central de l'Autorité européenne des marchés financiers.....</i>	<i>15</i>
3. <i>Assurer le développement de la place financière de Paris</i>	<i>16</i>
4. <i>Veiller à la mise en place d'une concurrence équitable au niveau international</i>	<i>17</i>
B. UN POINT D'INQUIÉTUDE : LA RÉFORME STRUCTURELLE DES BANQUES.....	17
PROPOSITION DE RÉOLUTION EUROPÉENNE ADOPTÉE PAR LA COMMISSION.....	19
TRAVAUX DE LA COMMISSION	23
I. AUDITION DE M. JONATHAN HILL, COMMISSAIRE EUROPÉEN EN CHARGE DE LA STABILITÉ FINANCIÈRE, DES SERVICES FINANCIERS ET DE L'UNION DES MARCHÉS DE CAPITAUX (21 MAI 2015).....	23
II. EXAMEN DU RAPPORT	35

LES CONCLUSIONS DE LA COMMISSION DES FINANCES

Réunie le mardi 21 juillet sous la présidence de Mme Michèle André, présidente, la commission des finances a procédé à l'examen du rapport de M. Albéric de Montgolfier et du texte qu'il propose pour la proposition de résolution européenne de la commission des affaires européennes n° 640 (2014-2015) de MM. Jean-Paul Emorine et Richard Yung, sur l'union des marchés de capitaux.

M. Albéric de Montgolfier a d'abord rappelé que l'union des marchés de capitaux fait partie du projet politique de la nouvelle Commission européenne. **S'il a approuvé ses objectifs** (meilleure circulation des capitaux au sein de l'Union européenne, diminution des coûts de financement des entreprises, notamment des PME, ...), **il a constaté que la Commission européenne n'a, pour l'instant, que peu détaillé les mesures concrètes qu'elle entend proposer.** En tout état de cause, il conviendrait qu'elle conduise une analyse plus détaillée des raisons de la fragmentation des marchés de capitaux au sein de l'Union.

Il a également souligné qu'il convient de rester attentif à ce que le projet d'union des marchés de capitaux ne devienne pas le prétexte à une nouvelle phase de dérégulation, qui remettrait en cause les avancées des réformes « Barnier » en faveur de la stabilité financière. Par ailleurs, l'union des marchés de capitaux doit permettre de renforcer les places financières situées en zone euro au service des entreprises qui se financent en euros.

Il a enfin rappelé l'inquiétude du Sénat quant au récent compromis sur le projet de réforme structurelle des banques, qui pourrait n'affecter que les grandes banques françaises au sein de l'Union européenne.

À l'initiative de son rapporteur, la commission des finances a adopté un amendement proposant une nouvelle rédaction de la proposition de résolution européenne (PPRE), afin de la réorganiser et de procéder à plusieurs modifications rédactionnelles. Par ailleurs, le rapporteur a estimé que des investigations complémentaires devaient être conduites s'agissant du régime de supervision des chambres de compensation et du développement des missions de l'Autorité européenne des marchés financiers.

La commission des finances a adopté la proposition de résolution européenne ainsi rédigée.

Mesdames, messieurs,

Le 16 juillet 2015, à l'initiative de nos collègues Jean-Paul Emorine et Richard Yung, la commission des affaires européennes du Sénat a adopté une proposition de résolution européenne sur l'union des marchés de capitaux¹. Cette proposition de résolution, adoptée conformément à l'article 88-4 de la Constitution, a été établie suite à la publication par la Commission européenne, le 18 février 2015, du livre vert intitulé « *Construire l'union des marchés de capitaux* »².

En application de l'article 73 *quinquies* du Règlement du Sénat, « *la proposition de résolution est examinée par la commission saisie au fond qui se prononce sur la base du texte adopté par la commission des affaires européennes. [...] Le rapport de la commission, comportant le cas échéant la proposition de résolution qu'elle a adoptée, est publié et distribué.*

« *La proposition de résolution adoptée [...] devient la résolution du Sénat au terme d'un délai de trois jours francs suivant la date de la publication du rapport de la commission [...] sauf si le Président du Sénat, le président d'un groupe, le président d'une commission permanente, le président de la commission des affaires européennes ou le Gouvernement demande, dans ce délai, qu'elle soit examinée par le Sénat. Si, dans les sept jours francs qui suivent cette demande, la Conférence des présidents ne propose pas ou le Sénat ne décide pas son inscription à l'ordre du jour, la proposition de résolution de la commission devient la résolution du Sénat. [...]*

« *Les résolutions européennes sont transmises au Gouvernement et à l'Assemblée nationale* ».

¹ <http://www.senat.fr/leg/ppr14-640.html>

² COM (2015) 63.

EXPOSÉ GÉNÉRAL

I. L'UNION DES MARCHÉS DE CAPITAUX : « UNE INITIATIVE EUROPÉENNE TRÈS POSITIVE AU CONTENU ENCORE FLOU »

A. DES OBJECTIFS AMBITIEUX ET SÉDUISANTS

L'union des marchés de capitaux fait partie des orientations politiques présentées par Jean-Claude Juncker devant le Parlement européen, le 15 juillet 2014, alors qu'il était candidat à la présidence de la Commission européenne.

Il a ainsi déclaré : « je suis d'avis que nous assortissions les nouvelles règles bancaires européennes d'une union des marchés de capitaux. Pour améliorer le financement de notre économie, nous devrions développer et intégrer davantage les marchés de capitaux. Cela pourrait réduire les coûts de financement, notamment pour les petites et moyennes (PME), et contribuer à réduire notre très forte dépendance en matière de financement bancaire. Cela permettrait aussi de renforcer l'attractivité de l'Europe en matière d'investissements ».

La mise en œuvre de ce projet a été confiée au commissaire Jonathan Hill, qui a présenté, le 18 février 2015, un livre vert intitulé « Construire l'union des marchés de capitaux », lequel en donne une présentation incontestablement séduisante : *« l'union des marchés des capitaux devrait permettre à l'Union européenne de progresser vers une situation dans laquelle, entre autres exemples, les PME pourront obtenir des financements aussi facilement que les grandes entreprises ; il y aura convergence, au niveau de l'Union européenne, des coûts d'investissement et des possibilités d'accès aux produits d'investissement ; il sera de plus en plus simple d'obtenir des financements sur les marchés de capitaux ; et ceux qui voudront se financer dans d'autres États membres ne se heurteront plus à des obstacles juridiques ou prudentiels injustifiés ».*

D'après la Commission européenne, les objectifs de l'union des marchés de capitaux sont donc les suivants :

« - mettre en place un système financier plus diversifié en complétant le financement bancaire par des marchés des capitaux développés et approfondis ;

« - débloquer les capitaux actuellement gelés dans toute l'Europe et les mettre au service de l'économie, afin d'offrir un plus grand choix d'investissements aux épargnants et de financements à moindre coût aux entreprises ;

« - mettre en place un véritable marché unique des capitaux dans l'Union européenne, permettant aux investisseurs de placer librement leurs fonds à

l'étranger, et aux entreprises de mobiliser les fonds dont elles ont besoin auprès d'un large éventail de sources, quel que soit leur lieu d'implantation »¹.

Néanmoins, le livre vert insiste sur le fait « *qu'une mesure unique ne suffira pas à mettre en place une union des marchés des capitaux. Il faudra une série de mesures qui, prises séparément, pourront être modestes, mais dont l'effet cumulé sera significatif* ». Entendu par la commission des finances et la commission des affaires européennes, le commissaire Jonathan Hill avait également souligné que « *l'union des marchés de capitaux est un projet de long terme. Ce sera le cumul de plusieurs mesures concrètes* »².

Ainsi que l'a résumé Bruno Bézard, directeur général du Trésor, entendu par la commission des finances le 11 mars 2015, « *l'union des marchés de capitaux est une initiative européenne très positive, bien que son contenu soit encore flou* », même si quelques mesures ont déjà été annoncées (cf. *infra* C.). Afin de préparer la position de la France, le ministre des finances et des comptes publics, Michel Sapin, a d'ailleurs demandé à Fabrice Demarigny de lui faire des recommandations³.

B. UNE ANALYSE INSUFFISANTE DE LA FRAGMENTATION DES MARCHÉS DE CAPITAUX

La publication du livre vert a été accompagnée d'un document des services de la Commission européenne sur les obstacles à l'intégration des marchés de capitaux en Europe⁴.

Il est ainsi clairement démontré que les marchés de capitaux sont sous-développés dans l'Union européenne par rapport à d'autres zones économiques, notamment aux États-Unis et au Japon, même si leur part dans le financement de l'économie a significativement augmenté depuis près de vingt ans⁵.

Le livre vert estime d'ailleurs que « *nos marchés des actions, de la dette et autres jouent un rôle plus restreint dans le financement de la croissance, les entreprises européennes restant très dépendantes des banques, ce qui rend nos économies vulnérables en cas de resserrement du crédit bancaire* ». La Commission européenne reproche au financement bancaire d'être pro-cyclique. Or, un graphique accompagnant le livre vert⁶, montre que les marchés de capitaux ont également connu une tendance au repli depuis la crise, ce qui tend à

¹ http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/index_fr.htm

² <http://www.senat.fr/compte-rendu-commissions/20150518/fin.html#toc6>

³ Fabrice Demarigny, 25 recommandations pour une union des marchés de capitaux axée sur l'investissement et le financement, rapport pour le ministre des finances et des comptes publics, mai 2015.

⁴ Commission européenne, Commission staff working document : initial reflections on the obstacles to the development of deep and integrated EU capital markets, SWD (2015) 13.

⁵ La capitalisation boursière totale au sein de l'Union européenne représentait 21,7 % du PIB en 1992 et 64,5 % du PIB en 2013.

⁶ http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/docs/capital-markets-in-eu_fr.pdf

démontrer qu'ils sont également susceptibles d'être affectés par les mêmes chocs que le financement bancaire.

Plus globalement, l'analyse de la fragmentation des marchés de capitaux au sein de l'Union européenne demeure très insatisfaisante, alors même que la Commission européenne dispose d'une connaissance approfondie, en termes quantitatifs, des marchés de capitaux en Europe¹.

Il y a fragmentation des marchés lorsque l'offre et la demande de capitaux, au sein de l'Union européenne, se rencontre sur une base essentiellement nationale. À cet égard, **les documents de la Commission européenne indiquent par exemple que « les actionnaires et les acheteurs de dettes d'entreprises investissent rarement au-delà de leurs frontières nationales », mais n'apportent aucune donnée qui pousse corroborer cette affirmation.**

Une analyse plus approfondie de la détention des capitaux au sein de l'Union européenne aurait été souhaitable pour mesurer l'intensité des barrières de chaque marché de capitaux au niveau national.

Au demeurant, la Commission européenne semble être consciente des limites de son étude puisque le document de réflexion accompagnant le livre vert indique qu'une analyse économique sera réalisée ultérieurement.

Il est néanmoins frappant que les documents de la Commission européenne identifient ensuite les nombreux obstacles à l'intégration des marchés de capitaux existants entre les États membres : manque de données financières disponibles ; différence dans la supervision ; régimes légaux spécifiques pour certaines catégories de titres financiers ; différences dans le droit des sociétés ou des faillites ; barrières fiscales, etc.

Or, faute de connaître les raisons mêmes de la fragmentation des marchés, comment identifier les priorités auxquelles l'Union européenne doit s'attaquer ?

Ce manque d'analyse économique se traduit également par le fait que la zone euro ne soit pas traitée différemment du reste des États membres, la Banque centrale européenne étant pourtant très attentive à cette question². **Des analystes font d'ailleurs valoir que la construction de l'union des marchés de capitaux ne revêt pas la même importance pour l'Union européenne dans son ensemble et pour la zone euro³ : « si l'union des marchés de capitaux peut être utile à l'Union européenne, elle est surtout absolument cruciale dans une union monétaire : conduire une seule politique monétaire dans une zone qui comprend des structures et des pratiques financières très variables est dangereux, comme l'a montré d'une manière saisissante les quinze premières années de la zone euro. Le processus d'intégration financière des pays de**

¹ Commission européenne, *European Financial Stability and Integration*, mai 2015.

² Banque centrale européenne, *Financial Integration in Europe*, avril 2015.

³ Anton Brender, Florence Pisani, Daniel Gros, *Building a Capital Markets Union... or designing financial system for the euro area ?*, in *CEPS Commentary*, 2 juin 2015.

l'union économique et monétaire doit être considérée comme une priorité absolue, auquel, par la suite, pourront se joindre les autres pays de l'Union européenne »¹.

Les mêmes auteurs soulignent également que le « *problème dans la zone euro n'est pas seulement une question de supprimer des obstacles ou d'éliminer des barrières pour permettre une plus grande liberté de circulation du capital. Le défi est plutôt de savoir comment construire de nouveaux canaux de financement qui permettent aux économies de mobiliser plus complètement et plus efficacement le potentiel d'épargne qui existe dans la zone euro* ».

Au total, plutôt qu'un projet cohérent d'intégration, l'union des marchés de capitaux semble pour l'instant n'être qu'une vitrine politique pour quelques mesures déjà annoncées par la Commission européenne.

C. QUELQUES MESURES DÉJÀ CONNUES

Le livre vert de la Commission européenne identifie les chantiers prioritaires dans les mois à venir :

« - élaborer des propositions pour favoriser une titrisation de haute qualité afin de libérer suffisamment d'espace dans le bilan des banques pour qu'elles puissent octroyer de nouveaux prêts ;

« - réexaminer la directive "prospectus" afin que les entreprises, en particulier les petites entreprises, puissent plus facilement lever des fonds et trouver des investisseurs à l'étranger ;

« - lancer les travaux visant à améliorer la disponibilité de l'information sur la solvabilité des PME, afin que les investisseurs puissent investir plus aisément dans celles-ci ;

« - coopérer avec le secteur pour mettre en place un régime paneuropéen de placement privé afin d'encourager l'investissement direct dans les petites entreprises ;

« - soutenir le recours aux nouveaux fonds européens d'investissement à long terme pour canaliser l'investissement vers les infrastructures et d'autres projets à long terme ».

À ce jour, seuls les deux premiers points ont fait l'objet d'un début de mise en œuvre puisque la Commission européenne a lancé deux consultations concomitamment à la publication du livre vert.

Prochainement et peut-être dès septembre 2015, la Commission européenne publiera un plan d'action pour l'union des marchés de capitaux qui précisera la feuille de route qu'elle entend suivre au cours des prochains mois.

¹ Traduction de la commission des finances du Sénat.

Il semble d'ores et déjà acté que deux propositions législatives, l'une sur la titrisation, l'autre sur la modification de la directive « Prospectus » seront rendues publiques d'ici la fin de l'année.

La titrisation est une technique financière qui permet de transformer des prêts accordés par des banques en des titres financiers qui peuvent être vendus et échangés sur les marchés financiers. Cette technique a notamment été utilisée pour vendre des parts de prêts *subprime* et a permis une diffusion au niveau mondial du risque associé à ces prêts. C'est pourquoi les nouvelles réglementations bancaires ont considérablement durci les conditions dans lesquelles les banques peuvent réaliser des opérations de titrisation. Le marché de la titrisation s'est donc significativement réduit depuis la crise¹.

Or la titrisation permet d'alléger les bilans bancaires (les prêts titrisés « sortent » du bilan de la banque). Ainsi, pour un niveau de fonds propres identique, une banque pourra libérer de nouvelles marges de manœuvre financière pour financer l'économie.

La relance de la titrisation, dans des conditions de sécurité qui ne permettent pas la diffusion de risques non ou mal identifiés, serait donc de nature à aider les banques à prêter plus largement aux entreprises et aux ménages. Cet axe de réforme a reçu le soutien de la Banque centrale européenne et des régulateurs (cf. encadré). Des travaux internationaux sont également en cours. À terme, les autorités publiques souhaitent définir les critères d'une titrisation dite « STS » (simple, transparente et standardisée) qui offrirait un haut niveau de protection aux investisseurs.

**Extrait du compte-rendu de la réunion de la commission des finances
du 14 mai 2014**

**Audition conjointe sur le thème « Stabilité financière : a-t-on progressé depuis
2008 ? »**

M. Gérard Rameix, président de l'Autorité des marchés financiers. – Nous avons adopté une régulation bancaire plus stricte : il nous faut donc ouvrir des portes. C'est pourquoi je ne partage pas l'inquiétude exprimée par l'un d'entre vous à propos de la titrisation. Je pense que la titrisation des subprimes a été un travail de fraudeurs ! L'outil, en lui-même, n'est pas en cause. Ce n'est pas parce qu'un conducteur sous l'emprise de l'alcool est entré dans un arbre qu'il ne faut plus utiliser la voiture ! [...]

Une titrisation honnêtement réalisée et professionnellement présentée a son utilité économique !

¹ En 2014, le marché de la titrisation a représenté 216 milliards d'euros, contre 594 milliards d'euros en 2007 (source : livre vert de la Commission européenne).

C'est un des problèmes les plus faciles à résoudre, parmi les questions que nous avons traitées aujourd'hui. Si un produit frelaté obtient une note triple A, c'est catastrophique, mais une banque sérieuse - il y en a - peut offrir un véhicule avec des créances sérieuses et les présenter sérieusement ! Le seul inconvénient réside dans le fait que c'est plus cher que le bon vieux crédit bancaire, l'intermédiation bancaire étant relativement bon marché en termes de marges par rapport à la titrisation, qui est plus compliquée. Cela mis à part, il n'y a pas de risques énormes en tant que tel.

Ce qui a été catastrophique dans le cas des subprimes, c'est le fait que des banques allemandes ou des sociétés de gestion françaises ont acheté du papier issu d'une titrisation au carré, voire au cube. À la fin, elles pensaient quasiment acheter une obligation. Or elles achetaient un papier que plus personne, au bout du compte, pas mêmes des banquiers très sophistiqués, ne pouvait évaluer ! Nous avons réalisé des titrisations à la française à la Commission des opérations de bourse (COB) lorsque j'ai débuté comme directeur général ; nous en avons fait à l'AMF : nous n'avons jamais eu le moindre problème !

Le livre vert estime que « si le niveau des titrisations de prêts aux PME pouvait regagner - en toute sécurité - ne serait-ce que la moitié du terrain perdu par rapport à 2007, cela pourrait représenter quelque 20 milliards d'euros de financement supplémentaire ».

La directive « Prospectus » encadre l'information délivrée aux investisseurs lors de l'émission de titres par des sociétés cotées. L'établissement du prospectus est coûteux car il nécessite un important travail comptable et juridique.

À cet égard, les règles actuelles sont souvent considérées comme dissuasives pour les petites et moyennes entreprises et les entreprises de taille intermédiaire. La consultation de la Commission européenne vise à donc à explorer des pistes afin d'alléger les contraintes du prospectus afin d'attirer ce type d'entreprises sur les marchés, que ce soit pour des émissions d'actions ou d'obligations.

Il est cependant normal qu'un niveau minimal de contraintes soit conservé, ce qui signifie que ce sont surtout les entreprises de taille intermédiaire ou bien les plus grandes des PME qui pourront supporter les coûts fixes liés à la publication d'un prospectus.

Votre rapporteur souhaite enfin que la Commission européenne prenne en compte les nouveaux modes de financement des entreprises, en particulier le financement participatif pour lequel une réglementation européenne uniforme sera la bienvenue.

II. LA PROPOSITION DE RÉSOLUTION ADOPTÉE PAR LA COMMISSION DES FINANCES

A. DES POINTS DE VIGILANCE

1. Le maintien des réformes « Barnier »

Lors de son audition précitée, devant la commission des finances et la commission des affaires européennes, le commissaire Jonathan Hill a déclaré que de grandes avancées, en termes de stabilité financière, avaient été obtenues grâce au paquet de réformes portées par son prédécesseur, Michel Barnier. Mais, il a également ajouté : « *nous avons peut-être également créé sans le vouloir des difficultés pour l'économie* ».

De fait, il est possible de constater, *a posteriori*, une forme de sur-réaction des régulateurs, comme par exemple s'agissant de la titrisation. Néanmoins, il convient de veiller à ce que les mesures portées dans le cadre de l'union des marchés de capitaux ne conduisent pas à remettre en cause les dispositions essentielles, adoptées depuis 2009, permettant d'assurer la stabilité financière dans l'Union européenne.

En effet, l'industrie financière est prompte à demander un assouplissement des règles qui s'imposent à elle. À cet égard, si un travail sur les conséquences des nouvelles régulations peut être mené, à l'instar de la consultation lancée le 15 juillet 2015 sur l'impact des exigences révisées de fonds propres des banques sur l'activité de prêt¹, il convient d'être très prudent quant aux conclusions à en tirer. La stabilité financière, parce qu'elle permet de restaurer la confiance entre les acteurs, participe également de la croissance.

2. Le rôle central de l'Autorité européenne des marchés financiers

L'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) est l'une des trois autorités de surveillance mises en place après la crise. Outre des pouvoirs propres, elle assure également la coordination des autorités nationales chargées de superviser les marchés financiers.

D'ores et déjà, l'AEMF doit jouer un rôle moteur pour favoriser une interprétation commune des règles édictées par l'Union européenne et des pratiques de supervision harmonisées entre les différentes autorités nationales. Devant la commission des finances, le 27 mai 2015, Gérard Rameix, président de l'Autorité des marchés financiers, estimait ainsi que l'AEMF « *doit participer davantage encore à une harmonisation des pratiques de régulation et ne pas seulement se concentrer sur le travail très technique de définition de standards d'application des textes communautaires*. Elle doit

¹ http://europa.eu/rapid/press-release_IP-15-5347_fr.htm?locale=FR

rechercher plus concrètement si les différents régulateurs et les différents milieux professionnels au sein de l'Union européenne se mettent tous en ligne par rapport aux principes ».

À terme, l'intégration des marchés de capitaux nécessitera que sa place soit plus affirmée, à l'instar de la Banque centrale européenne, qui est devenu le superviseur central au sein de l'union bancaire.

La proposition de résolution européenne adoptée par la commission des affaires européennes propose que des moyens soient accordés à l'AEMF pour qu'elle puisse mettre en œuvre une base consolidée d'informations sur les transactions de marché et souhaite qu'une étude soit menée sur l'opportunité de lui confier « *des missions complémentaires de supervision sur les indices de référence, la labellisation de la titrisation ou tout autre segment d'activité pertinent* ».

Si votre rapporteur souscrit au renforcement du rôle de l'AEMF, il estime que des investigations complémentaires doivent être conduites sur l'élargissement de ses missions au regard des propositions législatives qui seront faites par la Commission européenne.

3. Assurer le développement de la place financière de Paris

Le 11 mars 2015, devant la commission des finances, Bruno Bézard, directeur général du Trésor, a estimé que, dans le cadre de l'union des marchés de capitaux, la France devait savoir « *défendre [ses] intérêts industriels : comme l'a rappelé Michel Sapin lors du dernier comité "place de Paris 2020", celle-ci représente de nombreux emplois qualifiés* ».

De fait, l'union bancaire et l'union des marchés de capitaux doivent constituer des opportunités pour que la place financière de Paris développe son rôle au sein de la zone euro. En effet, à ce jour, Londres, bien que situé en dehors de la zone euro, reste le principal lieu des transactions en euros dans l'Union européenne.

La Banque centrale européenne (BCE) est très sensible à cette situation puisqu'elle avait envisagé, dans un texte intitulé « Cadre de surveillance », d'obliger les chambres de compensation traitant en euros à être installée dans la zone euro. À la demande du Royaume-Uni, le texte de la BCE a toutefois été annulé par le Tribunal de l'Union européenne¹, car il a estimé que la BCE ne disposait pas de la compétence nécessaire pour imposer une telle exigence.

La France doit donc s'assurer que les réformes proposées dans le cadre de l'union des marchés de capitaux ne portent pas préjudice à ses entreprises financières, voire leur permettent d'accroître leur avantage compétitif.

¹ Arrêt du Tribunal (quatrième chambre), 4 mars 2015, affaire T-496/11.

4. Veiller à la mise en place d'une concurrence équitable au niveau international

Le livre vert souligne qu'un des objectifs de l'union des marchés de capitaux est d'attirer les investisseurs internationaux. Or si l'Union européenne ouvre ses marchés, il convient, par réciprocité, que les investisseurs européens puissent, eux aussi, avoir accès à des marchés étrangers.

L'Union européenne doit poursuivre ses efforts pour assurer la bonne articulation de ses réglementations avec celles de ses principaux partenaires. À ce titre, il faut rappeler le long travail diplomatique mené par la précédente Commission européenne pour éviter une application extraterritoriale de la loi américaine en matière de régulation des produits dérivés¹.

B. UN POINT D'INQUIÉTUDE : LA RÉFORME STRUCTURELLE DES BANQUES

La crise financière de 2007-2008 a mis en évidence les dommages que pouvaient entraîner pour l'ensemble du secteur bancaire et, partant, pour l'économie mondiale, les prises de risques excessifs des activités de marché de certaines banques. En effet, l'interdépendance du secteur bancaire a expliqué la rapidité et la profondeur de la contamination des banques les unes par les autres et, en particulier, des activités de détail par les activités de marché.

Ainsi, les pouvoirs publics ont, aux États-Unis et en Europe, cherché à mettre en place des réformes structurelles des banques permettant de réduire au maximum le risque d'une contamination des unes par les autres et, ainsi, de limiter l'exposition du contribuable à un défaut bancaire lié aux activités de marché. Aux États-Unis, la règle Volcker, inscrite dans la loi « Dodd-Frank » de 2010 prévoit une interdiction, pour toutes les banques, de la négociation pour compte propre, ainsi que de la détention de fonds alternatifs. Au Royaume-Uni, le comité de réforme bancaire Vickers a proposé un cantonnement (« *ringfencing* ») des activités de dépôt au sein des banques commerciales, afin d'éviter que des difficultés de la banque commerciale – qu'il s'agisse des activités de financement ou des activités de *trading* pour compte propre – n'aient un impact sur les dépôts des particuliers et des entreprises.

En France, la loi de séparation et de régulation des activités bancaires du 26 juillet 2013 a mis en place une règle de filialisation des activités de négociation pour compte propre ; cette filialisation, qui est

¹ Cf. le compte-rendu du déplacement du Bureau de la commission des finances aux États-Unis (5 au 11 mai 2013), <http://www.senat.fr/compte-rendu-commissions/20130617/finances.html#toc8>

effective depuis le 1^{er} juillet 2015, ne concerne pas les activités de marché considérées comme utiles à l'économie, en particulier les activités de tenue de marché. En Allemagne, une règle de filialisation proche de la règle française a également été adoptée.

Cependant, les réformes française et allemande pourraient être rendues caduques par le projet de règlement présenté par la Commission européenne le 29 janvier 2014, et qui fait suite au rapport du groupe de haut niveau présidé par Erkki Liikanen sur une réforme de structure des banques¹. En effet, ce projet vise, d'une part, à interdire les activités de négociation pour compte propre, sur le modèle de la règle Volcker, mais aussi, d'autre part, à filialiser, sur décision de l'autorité de surveillance, les activités de marché telles que la tenue de marché ou les opérations sur produits dérivés complexes.

Le Conseil de l'Union européenne a adopté, le 19 juin dernier, un compromis sur ce projet de règlement, dont l'adoption ne laisserait pas de marge de manœuvre aux Etats puisque les règlements sont d'application directe. Aux termes de ce compromis, la négociation pour compte propre ne serait plus interdite, mais seulement filialisée, comme le prévoit la loi française. En revanche, le compromis prévoit une filialisation de certaines activités de marché, dès lors qu'une évaluation, menée par l'autorité de surveillance, aurait identifié certains risques au sein de l'institution.

En outre, il convient de souligner que ce compromis maintient une exemption britannique, la règle Vickers étant considérée comme atteignant le même objectif.

Au surplus, son champ d'application étant limité aux banques d'importance systémique globale², le texte, en l'état, s'appliquerait pour l'essentiel aux quatre principales banques françaises. Ainsi, parce que le financement de marché des entreprises françaises est d'abord assuré par ces banques, il pourrait porter atteinte à l'objectif de l'union des marchés de capitaux, à savoir l'harmonisation et l'intégration des marchés financiers, tout en nuisant au financement de l'économie française.

*

Votre commission a adopté un amendement proposant une nouvelle rédaction de la proposition de résolution.

En application de l'article 73 *quinquies* du Règlement, elle a en conséquence adopté la proposition de résolution ainsi rédigée, dont le texte est reproduit ci-après.

¹ Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil relatif à des mesures structurelles améliorant la résilience des établissements de crédit de l'UE, COM/2014/043.

² En particulier, le règlement ne s'appliquerait pas aux banques dont les dépôts représentent moins de 3 % des actifs ou sont inférieurs à 35 milliards d'euros.

PROPOSITION DE RÉSOLUTION EUROPÉENNE ADOPTÉE PAR LA COMMISSION

- ① Le Sénat,
- ② Vu l'article 88-4 de la Constitution,
- ③ Vu le livre vert de la Commission européenne du 18 février 2015 intitulé « Construire l'union des marchés de capitaux » (COM (2015) 63),
- ④ Vu la proposition de règlement COM (2014) 43 du Parlement européen et du Conseil relatif à des mesures structurelles améliorant la résilience des établissements de crédit de l'Union européenne,
- ⑤ Vu la résolution européenne portant avis motivé n° 99 adoptée par le Sénat le 16 avril 2014,
- ⑥ Vu l'audition par les commissions des finances et des affaires européennes de M. Jonathan Hill, commissaire européen en charge de la stabilité financière, des services financiers et de l'union des marchés de capitaux, en date du 21 mai 2015,
- ⑦ *Sur le projet d'union des marchés de capitaux*
- ⑧ Approuve la volonté de la Commission européenne de « *mettre en place un système financier plus diversifié en complétant le financement bancaire par des marchés de capitaux développés et approfondis* », plus couramment appelé « l'union des marchés de capitaux » ;
- ⑨ Considère que l'union des marchés de capitaux doit s'appuyer sur une analyse des raisons de la fragmentation des canaux de financement de l'économie dans l'Union européenne ;
- ⑩ Souligne que l'objectif économique prioritaire doit être la rencontre au meilleur prix de la demande de financement, par les entreprises ou les collectivités publiques, et de l'offre de financement, qu'elle soit d'origine bancaire ou de marché ;
- ⑪ Rappelle son attachement aux réformes adoptées depuis 2009 qui ont permis de renforcer la stabilité financière ;

⑫ Entend, à cet égard, que le projet d'union des marchés de capitaux ne conduise pas à les remettre en cause ;

⑬ Souligne que l'intégration plus grande des marchés de capitaux devra s'accompagner d'un renforcement de la supervision de l'Autorité européenne des marchés financiers ;

⑭ Souhaite que, dans le cadre de l'union des marchés de capitaux, la Commission européenne veille à la mise en place de conditions d'une concurrence équitable dans un souci de réciprocité d'accès aux marchés internationaux ;

⑮ Estime enfin que l'union des marchés de capitaux doit constituer une opportunité pour que la place financière de Paris affirme son rôle au sein de la zone euro ;

⑯ *Sur les mesures envisagées*

⑰ Souscrit, s'agissant du financement des petites et moyennes entreprises (PME), au projet visant à relancer la titrisation « de haute qualité », qui doit permettre de desserrer la contrainte des bilans bancaires en termes de prêts ;

⑱ Souscrit, s'agissant du financement des entreprises de taille intermédiaire (ETI), au projet visant à modifier la directive « Prospectus » afin de rendre moins coûteux l'accès aux marchés ;

⑲ Souhaite que l'union des marchés de capitaux prenne en compte les nouveaux modes de financement, en particulier le financement participatif ;

⑳ Demande en conséquence que la Commission européenne présente rapidement des propositions concrètes allant dans ce sens ;

㉑ *Sur la réforme structurelle des banques*

㉒ Rappelle que le plan d'action de la Commission européenne devra veiller à la diversité des sources de financement en préservant la place des banques dans le financement de l'économie européenne ;

-
- ②③ Défend l'émergence d'acteurs financiers européens de premier plan et la confirmation du rôle des grandes banques européennes qui sont des acteurs clés des marchés de capitaux ;
- ②④ Est, à cet égard, préoccupé par le compromis du Conseil Ecofin du 19 juin 2015 sur la proposition de règlement COM (2014) 43 relatif à des mesures structurelles améliorant la résilience des établissements de crédit de l'Union européenne ;
- ②⑤ Est d'avis que ce compromis est, en l'état, contraire aux objectifs d'harmonisation et d'intégration des marchés financiers et de nature à créer des distorsions de concurrence au sein de l'Union européenne ;
- ②⑥ Demande en conséquence que ces exigences soient dûment prises en compte dans le règlement définitif qui sera adopté au terme du trilogue institutionnel ;
- ②⑦ Demande au Gouvernement de défendre et de faire valoir ces orientations auprès des institutions européennes.

TRAVAUX DE LA COMMISSION

I. AUDITION DE M. JONATHAN HILL, COMMISSAIRE EUROPÉEN EN CHARGE DE LA STABILITÉ FINANCIÈRE, DES SERVICES FINANCIERS ET DE L'UNION DES MARCHÉS DE CAPITAUX (21 MAI 2015)

La commission a procédé, conjointement avec la commission des affaires européennes, à l'audition de M. Jonathan Hill, commissaire européen chargé de la stabilité financière, des services financiers et de l'union des marchés de capitaux.

Mme Michèle André, présidente. – Les commissions des finances et des affaires européennes ont le plaisir d'accueillir ce matin Jonathan Hill, commissaire européen à la stabilité financière, aux services financiers et à l'union des marchés de capitaux.

L'intitulé de ce portefeuille constitue déjà l'annonce de son programme de travail, qui est centré sur ce projet d'union des marchés de capitaux. En effet, malgré le marché unique et la libre prestation de services, on constate que les marchés financiers et les marchés bancaires restent très fragmentés sur une base nationale. L'union des marchés de capitaux vise, en réduisant cette fragmentation, à améliorer le fonctionnement des marchés financiers au sein de l'union et, ainsi, à favoriser le financement des entreprises et de la croissance.

La Commission européenne a publié en février un livre vert sur l'union des marchés de capitaux qui a ouvert une consultation sur le sujet. Dans ce cadre, le Gouvernement français s'est vu remettre cette semaine par Fabrice Demarigny un rapport qui rappelle les principaux enjeux et formule plusieurs recommandations à destination du Gouvernement français.

Je crois que cet échange sera utile pour aborder, de façon concrète, ce sujet de l'union des marchés de capitaux, du financement des entreprises, mais aussi de la régulation des activités bancaires et des assurances, qui font également partie de votre portefeuille.

M. Yves Pozzo di Borgo, vice-président de la commission des affaires européennes. – Je dois tout d'abord excuser le Président Jean Bizet qui ne peut être parmi nous aujourd'hui. En son nom et celui de tous nos collègues, je veux vous souhaiter la bienvenue au Sénat. Nous souhaitons avoir un dialogue régulier avec les commissaires européens. Les dossiers dont vous avez la charge sont d'une grande importance. Ils justifient que nous puissions avoir des échanges approfondis avec vous.

On a le sentiment que les priorités évoluent. Après le rétablissement des conditions du retour à une stabilité financière, il s'agit désormais

davantage de placer l'industrie financière au coeur du moteur pour la croissance. Le développement d'une véritable union des marchés de capitaux est affirmé comme une priorité. Ce serait une alternative au financement par les banques. Le livre vert de février dernier a précisé les orientations que la Commission européenne souhaite mettre en avant. Une consultation a été ouverte. Jean-Paul Emorine et Richard Yung travaillent sur cette question au sein de la commission des affaires européennes.

Pouvez-vous nous préciser vos intentions dans ce domaine ? Les entreprises, tout particulièrement les petites et moyennes, peuvent-elles en attendre de réelles améliorations dans la recherche de financements, qui est souvent un exercice difficile ? Certains observateurs appellent à la prudence sur la faisabilité d'un financement des petites et moyennes entreprises par les marchés. Quelle est votre analyse ?

Nous devons aussi être très vigilants pour aboutir à une estimation correcte du risque, notamment pour ce qui concerne la titrisation. On voit bien que l'union des marchés de capitaux permet de poser la question d'une meilleure allocation du capital. Que ce soit par l'intermédiaire des institutions bancaires ou par celui des marchés financiers. Mais cela ne doit pas faire oublier l'exigence de la stabilité financière. Quelques années à peine après la crise financière, le développement des marchés de capitaux ne peut s'envisager sans un véritable contrôle des risques pris sur ces marchés par les épargnants, les entreprises et les investisseurs institutionnels. Comment prenez-vous en compte cet enjeu important ?

Au-delà, nous devons nous interroger sur la place des acteurs européens dans le financement de l'économie. Les banques européennes continentales dites « universelles » jouent un rôle important. Ne risquent-elles pas d'être affaiblies par des réglementations européennes leur imposant des réformes structurelles, au profit de grands acteurs internationaux non européens. La même question ne se pose-t-elle pas pour les places financières européennes continentales ? De façon générale, comment envisagez-vous l'émergence et la préservation de « champions européens » sur les marchés de capitaux ?

M. Jonathan Hill, commissaire européen chargé de la stabilité financière, des services financiers et de l'union des marchés de capitaux. – Merci pour votre invitation. C'est pour moi un très grand plaisir, en tant qu'ancien leader de la Chambre des Lords - la chambre haute du Parlement du Royaume-Uni - d'avoir l'occasion de rendre visite au Sénat français.

Je sais que, comme les Lords, les sénateurs sont respectés pour leur compétence et leur maîtrise des dossiers. En revanche, à la différence du Sénat français, la Chambre des Lords se compose de membres nommés à vie. Ce qui explique une différence de taille : l'âge moyen à la Chambre des Lords approche les soixante-dix ans. Vous me paraissez donc très jeunes !

En tant qu'ancien parlementaire, j'attache beaucoup d'importance au dialogue avec les Parlements nationaux. Je souhaite donc que cette première rencontre marque le début d'échanges réguliers et constructifs.

L'objectif numéro un de la Commission, que je partage à cent pour cent, est de conduire une politique qui permette à l'Europe de retrouver le chemin de la croissance et des emplois. Pour mener à bien ce chantier crucial, ma priorité est d'accomplir l'union des marchés de capitaux : la construction d'un véritable marché unique du capital dans les vingt-huit États-membres de l'Union européenne.

Pour cela, je souhaite lever une à une toutes les barrières qui empêchent encore l'épargne d'aller s'investir dans les nombreux projets en attente de financement dans toute l'Union européenne. Je me réjouis que la France ait entrepris de stimuler vigoureusement l'investissement. Je suis certain que l'union des marchés de capitaux contribuera à la réussite de cette politique. Elle sera aussi un élément central à l'appui du plan d'investissement annoncé par le Président Juncker en novembre 2014.

L'union des marchés de capitaux est un projet à long terme. Ce sera le cumul de plusieurs mesures concrètes. Ensemble, elles feront la différence.

Je souhaite agir vite. Dans les prochains mois, je présenterai plusieurs mesures qui pourront être opérationnelles très rapidement : nous ferons des propositions pour favoriser une titrisation de haute qualité, c'est-à-dire une titrisation transparente, simple et sûre ; nous allons revoir la directive « Prospectus » pour aider les entreprises à lever des fonds plus facilement ; nous allons améliorer l'information des investisseurs sur les PME pour aider celles-ci à obtenir des financements plus facilement ; nous allons soutenir le recours aux nouveaux fonds européens d'investissement à long terme.

Une réunion publique est prévue dans trois semaines, le 8 juin, pour marquer la fin de la consultation publique sur le livre vert. Nous étudierons toutes les contributions et j'annoncerai par la suite notre plan d'actions.

Si je pense que ce projet est nécessaire, c'est parce que je considère qu'aujourd'hui le principal danger pour la stabilité de l'économie européenne est le manque de croissance. C'est le nouveau risque qu'il faut combattre. Je n'oublie pas bien sûr les autres risques, ceux qui ont conduit à la crise financière. Mais ceux-là sont maintenant mieux maîtrisés.

En effet, le travail considérable mené par la Commission européenne - et notamment par mon prédécesseur et votre ancien collègue Michel Barnier - pour mettre en œuvre l'agenda du G20 a permis d'établir des fondements solides pour assurer la stabilité financière en Europe.

L'union bancaire est sur les rails : le superviseur unique a su en quelques mois trouver sa place et tous reconnaissent déjà sa compétence ; le Conseil de résolution unique a commencé à se réunir et à recruter ses agents.

Ensemble, supervision et résolution intégrées pourront rompre le cercle vicieux entre banques et finances publiques nationales et contribueront à renforcer la stabilité financière de la zone euro.

Mais il faut rester vigilant et plusieurs initiatives en cours ont pour objectif de terminer le travail de régulation. C'est le cas du projet de réforme structurelle bancaire qui a pour objectif de réduire les risques que peuvent poser les plus grands groupes bancaires, sans pour autant remettre en question le rôle fondamental que ces banques jouent, en particulier dans le financement de l'économie. C'est aussi le cas des réformes visant à améliorer la transparence et la rigueur des indices de référence. J'ai également pour projet de proposer avant la fin de l'année un cadre pour la résolution des chambres de compensation, qui sont aujourd'hui un risque émergent du système financier.

Les pires heures de la crise financière étant désormais derrière nous, je souhaite également me pencher sur les effets des politiques que nous avons décidées. Alors que l'Europe manque cruellement de croissance, nous devons être prêts à nous interroger. Ces réformes ont-elles atteint le but qu'elles s'étaient fixé ? A-t-on involontairement créé des obstacles qui empêchent les acteurs financiers de financer le reste de l'économie ?

Comprenez bien que je ne veux absolument pas revenir sur les réformes essentielles entreprises dans les dernières années. Simplement, je pense qu'il faut admettre qu'en légiférant de façon aussi rapide, dans l'urgence, nous avons obtenu de grandes avancées, mais nous avons peut-être également créé sans le vouloir des difficultés pour l'économie.

C'est pourquoi je souhaite examiner l'ensemble de ces règles. D'abord pour m'assurer qu'elles n'entravent pas involontairement le retour de la croissance et de l'emploi. Ensuite pour - au besoin - les faire évoluer.

J'espère vous avoir donné quelques éléments pour comprendre les priorités qui seront les miennes durant mon mandat.

Mme Michèle André, présidente. – Je vous remercie de ces propos liminaires. Comme nous l'a indiqué votre collègue Pierre Moscovici hier, cette Commission européenne est plus politique, et composée de personnalités qui, comme vous, en tant qu'ancien parlementaire national, ont une sensibilité particulière des enjeux européens et peuvent rendre de grands services à la construction européenne.

M. Albéric de Montgolfier, rapporteur général. – Vous avez évoqué le projet d'union des marchés de capitaux au cœur de votre agenda. Comme vous le savez, le Gouvernement français s'est vu remettre cette semaine un rapport par François Demarigny sur ce sujet : quel est votre avis sur les propositions formulées dans ce rapport, si vous en avez pris connaissance ? Par ailleurs, l'union des marchés de capitaux repose sur le développement de financements alternatifs aux banques, dont on peut craindre qu'ils soient moins régulés. Quelles mesures sont prises pour maîtriser les risques liés au

développement du financement de l'économie par des entités qui ne relèvent pas du système bancaire, comme les assurances ou les gestionnaires d'actifs ?

Par ailleurs, l'absence d'harmonisation fiscale n'est-elle pas l'un des principaux obstacles à l'union des marchés de capitaux ? En effet, chaque pays a des dispositifs fiscaux différents, en particulier dans le secteur financier et bancaire : il existe par exemple une taxe bancaire en France et au Royaume-Uni, sans parler du projet de taxe sur les transactions financières pour onze des vingt-huit États membres de l'union. Ne sont-ce pas ces règles fiscales qu'il conviendrait d'harmoniser pour faciliter les flux de capitaux au sein de l'union ?

Enfin, je voudrais vous poser une question plus générale et politique en lien avec le référendum annoncé sur le maintien du Royaume-Uni dans l'Union européenne. Plusieurs entreprises pourraient délocaliser leurs activités - HSBC, par exemple, récemment, l'a indiqué. Comment voyez-vous le risque en termes d'implantation des sièges sociaux de grandes banques dans l'Union européenne dans un tel scénario ?

M. Jonathan Hill. - Lorsque je l'ai rencontré hier, le ministre des finances Michel Sapin m'a indiqué qu'il souhaitait, évidemment, que la France soit au cœur de l'union des marchés de capitaux, et j'y suis très sensible. Je sais que des recommandations ont été formulées dans ce cadre et nous allons les étudier attentivement.

L'approche que nous avons choisie consiste à faire tout d'abord une analyse intelligente de la situation, pour identifier les barrières qui existent à la circulation des capitaux en Europe. C'est pourquoi nous avons lancé une consultation qui permettra de recueillir l'avis des gouvernements, mais aussi des professionnels qui sont les plus à même de nous indiquer où les problèmes pour la circulation des flux transfrontaliers. C'est un travail transversal, réalisé en concertation avec la profession.

Au-delà des modifications législatives, l'union des marchés de capitaux vise à encourager un retour à la confiance de la part des entreprises, qui doivent comprendre que les marchés sont une chance pour elles, et non un risque.

La finance parallèle est une question centrale que vous avez raison de poser. Il est nécessaire que ces marchés soient bien réglementés, car s'il n'y a pas de réglementation, les épargnants n'iront pas investir leurs capitaux dans ces produits. En outre, depuis cinq ans, la Commission européenne a mis en place de nombreuses mesures essentiellement sur les banques. Il reste des zones où la réglementation européenne doit encore se développer : c'est le cas, comme je l'indiquais précédemment, des chambres de compensation.

S'agissant des régimes fiscaux, je suis d'accord avec vous pour dire que, dans un monde idéal, des systèmes fiscaux uniformes seraient utiles. Cependant, il faut être pragmatique : je souhaite avancer là où il est possible

d'avoir un consensus, pour ne pas perdre du temps utile en soulevant des débats politiques dont on sait à l'avance qu'ils ne permettront pas d'aboutir.

S'agissant du Royaume-Uni, il est certain qu'il y aura un référendum, d'autant plus que les candidats au poste de nouveaux leaders des partis libéral-démocrate et travailliste se sont prononcés en faveur d'un tel référendum. Lorsque j'en discute avec les représentants des entreprises, de toutes professions, ils sont convaincus des avantages d'un marché unique, qui est au cœur de nos ambitions européennes. C'est un sujet crucial pour les entreprises britanniques qui, je crois, le feront savoir.

M. Yves Pozzo di Borgo, vice-président de la commission des affaires européennes. - Le problème auquel nous sommes confrontés, c'est qu'en Europe, les entreprises sont financées à hauteur d'environ 80 % par le canal bancaire, et à seulement 20 % par les marchés : il y a un rééquilibrage à faire. Je suis sénateur de Paris, où l'économie financière est importante : quelles peuvent être les conséquences de l'union des marchés de capitaux pour les grandes places financières de la zone euro, en particulier Paris et Francfort ?

M. Jonathan Hill. - Ces interrogations nous ramènent aux questions initiales : que signifie l'union des marchés de capitaux pour le secteur bancaire ? Et quelles en sont les conséquences en matière de financement disponible pour les petites et moyennes entreprises ?

Notre projet d'union des marchés de capitaux doit être compris comme complémentaire au rôle des banques. Il existe dans certains États membres des systèmes de financement bancaire de petite taille qui fonctionnent bien. C'est par exemple le cas des caisses d'épargne allemandes. Quand ces systèmes de financement bancaire sont efficaces, nous n'entendons pas les remettre en cause. Mais d'autres États membres connaissent des situations moins favorables, dans lesquels les effets de la crise financière continuent d'être ressentis. L'union des marchés de capitaux viendra enrichir les offres de financement existantes puisque notre idée est d'agir aux différents niveaux de développement des entreprises : selon leur stade d'évolution, les petites et moyennes entreprises n'ont pas les mêmes besoins. Des prêts bancaires peuvent suffire pour commencer mais disposer de financement en capital-risque ou des moyens d'accompagner les entreprises répondant aux marchés publics doivent aussi être des options disponibles. Il s'agit d'offrir un éventail large de services et de financements aux entreprises. En Espagne, la dépendance des entreprises au système bancaire a rendu plus difficile la relance de l'économie après la crise financière. Il faut répondre à ce type de difficulté.

Je suis un partisan du marché unique et de la concurrence. Des marchés financiers bien régulés, c'est-à-dire reposant sur un cadre réglementaire solide, pourront permettre d'attirer plus de capitaux, y compris des capitaux extérieurs à l'Union européenne. Diversifier les financements et les risques représente un bienfait. Nous avons un mode de

financement de l'économie qui repose sur l'équilibre « 80 % par les banques et 20 % par les marchés financiers », à l'opposé du modèle américain. Si nous pouvons le diversifier, sans importer pour autant le modèle américain, cela serait très bénéfique pour le financement des entreprises.

M. Jean-Paul Emorine. - Je travaille avec Richard Yung pour le compte de la commission des affaires européennes sur l'union des marchés de capitaux. Nous avons compris que votre volonté est de relancer la croissance et de toucher davantage les petites et moyennes entreprises ainsi que les entreprises de taille intermédiaire. Ces dernières regroupent en Europe des entités de moins de 3 000 salariés. Or, elles représentent plutôt des structures de 200 à 300 salariés en France. Par quels canaux ces entreprises pourront-elles aller vers les marchés de capitaux ? Ma deuxième question a trait à la complémentarité entre l'union de marchés de capitaux et le plan Juncker. Comment les 315 milliards d'euros d'investissements prévus vont-ils s'articuler avec votre projet ?

M. Richard Yung. - Nous ferons des propositions suite au livre vert de la Commission européenne. Au moment où les banques financent moins l'économie, les marchés financiers doivent être présents. Dans ce contexte, il faut développer les places financières, en particulier celle de Paris. Il existe à ce sujet des difficultés. Il est vrai que la City de Londres domine mais d'autres places doivent pouvoir se développer, telles que Paris ou Francfort.

Par ailleurs, certains États membres présentent des excédents d'épargne, à l'instar de l'Allemagne ou de la France, avec des taux d'épargne de 19 à 20 %. Il faudrait pouvoir investir cette épargne en Espagne, en Italie, etc. Malheureusement, les investisseurs ne le font pas, souvent parce qu'ils ne connaissent pas les spécificités de ces marchés. L'union des marchés de capitaux permettra d'avancer dans le bon sens à ce sujet. N'estimez-vous pas que les exigences en termes de fonds propres pour les banques et les assurances pourraient freiner cette dynamique ? La réglementation prudentielle impose en effet aux établissements financiers de disposer d'actifs avec des maturités plus courtes, avec des règles prudentielles de 12, 13, voire 14 % de fonds propres.

Pour ce qui concerne la titrisation, nous y sommes favorables mais il faudrait rentrer dans le détail des propositions. Nous avons le mauvais souvenir des abus américains en la matière. Comme le disait Warren Buffet : « *if I don't understand it, I don't buy it* » (« si je ne comprends pas, je n'achète pas »). C'est tout à fait raisonnable ! Qui va surveiller le développement de la titrisation ? S'agit-il de l'Autorité européenne des marchés financiers ?

En outre, je note que la Cour de justice de l'Union européenne a rendu le 4 mars 2015 une décision sur les chambres de compensation : elle a annulé le cadre de surveillance mis en place par la Banque centrale européenne (BCE), selon lequel les chambres devaient s'établir dans la zone euro dès lors qu'elles avaient une activité significative d'opérations de

compensation de dérivés en euros. Il s'agit d'une victoire juridique pour le Royaume-Uni. Là aussi, qui surveillera l'activité de ces chambres de compensation à l'avenir ? S'agira-t-il de l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) ?

Vous l'avez dit vous-même, on a la sensation que le système bancaire est bien surveillé mais que les autres secteurs et notamment les marchés pourraient bénéficier d'une surveillance accrue et plus structurée. Monsieur le Commissaire, allez-vous, en tant que britannique, vous diriger vers un renforcement de la supervision ? Nous savons que les Anglais n'aiment pas beaucoup la régulation, pourtant les banquiers, comme les enfants, sont capables de toutes les bêtises du monde...

M. Jonathan Hill. - Pour répondre à votre dernière remarque, je pense que la réaction en termes de régulation de la Grande-Bretagne à la crise financière a été rigoureuse et robuste et qu'il serait injuste de sous-entendre que les Britanniques peuvent avoir une attitude relâchée vis-à-vis de la réglementation financière. J'ai pour ma part une attitude sérieuse et proportionnée vis-à-vis de la réglementation financière tout en attachant de l'importance à l'examen des conséquences inattendues des règlements.

D'ailleurs, nous pensons la même chose de Solvabilité II. Sept ans après la crise, quand on examine les effets combinés de tous les règlements qui ont été introduits, je pense que la menace la plus importante pour la stabilité financière est désormais l'absence de croissance et le chômage. J'espère avoir une approche cohérente et motivée par rapport aux règlements afin de trouver un juste équilibre entre la gestion du risque et l'objectif de croissance. Je suis d'avis qu'il est nécessaire de revoir les exigences en capitaux et certains aspects de Solvabilité II et donc d'envisager d'apporter des modifications et des ajustements à certains règlements en place afin d'encourager l'investissement dans les infrastructures. Michel Barnier avait d'ailleurs commencé à la faire avant de quitter son poste. Je souhaite que le système soit davantage sécurisé, mais il ne faut pas pour autant le rendre trop difficile et contraignant.

Vous avez raison en ce qui concerne la titrisation. La titrisation européenne lors de la crise n'a pas rencontré les problèmes de la titrisation aux États-Unis. La réputation de ce marché a été toutefois ternie et il faut maintenant faire en sorte que les acteurs y jouent leur rôle avec honnêteté et compétence. Nous sommes en train d'étudier tous les aspects de ce marché, certains sont techniques et complexes et nous espérons faire des propositions à l'automne pour créer les conditions d'une titrisation simple, transparente et standardisée. J'attends avec plaisir de connaître vos propositions à ce sujet.

En ce qui concerne le risque lié aux chambres de compensation, la législation EMIR est entrée en vigueur. La supervision des chambres de compensation est définie par le règlement EMIR et l'AEMF joue un rôle de

médiation au niveau européen en cas de désaccord entre les superviseurs nationaux.

On a tendance à dire que le plan Juncker vise principalement à apporter du financement à court terme. L'union des marchés de capitaux doit mettre en place des systèmes pour encourager les investissements de long terme. Dans le même esprit, nous encourageons au sein du plan Juncker l'utilisation des fonds européens d'investissement à long terme afin de renforcer les incitations à l'investissement.

Votre première question concernait le financement des PME. C'est un élément essentiel du projet. Nous devons à chaque fois trouver des réponses adaptées à chaque type de PME. Il n'y a pas, selon moi, de solution unique qui corresponde à toutes les situations. Si la bonne réponse est le financement bancaire, c'est très bien. Les financements disponibles pour lancer de nouvelles activités doivent être aussi encouragés car ils ne fonctionnent pas aussi bien que nous le souhaiterions. Il n'existe pas de levier unique que nous pourrions actionner mais il faudra plutôt recourir à l'accumulation de différentes réponses. Il faudra de toute façon du temps avant que nous n'en voyons les bénéfices.

M. André Gattolin. - Au début du mois, le 5 mai dernier, les trois autorités européennes sectorielles chargées de la surveillance - l'Autorité bancaire européenne (ABE), l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) et l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (AEAPP) - ont annoncé que, selon leur analyse, les risques et les vulnérabilités du système financier européen se sont intensifiés. Ils mentionnent notamment la faiblesse des taux d'intérêt et la recherche par les acteurs financiers de plus fortes rentabilités qui passe par une plus grande prise de risque. Ils indiquent aussi, comme facteurs de risques, la réforme de la supervision des indices financiers et la montée des risques opérationnels liés au numérique et à l'ultra-numérisation des marchés. En tant que Commissaire à la stabilité financière, quelles réponses envisagez-vous d'apporter à ces travaux des trois autorités ? Ne pensez-vous pas que le projet d'union des marchés de capitaux appelle une vigilance accrue en ce qui concerne les indices financiers qui sont au cœur du fonctionnement des marchés de capitaux ? Leur supervision ne doit-elle pas finalement être exercée plutôt au niveau européen ? De la même manière, quels aspects liés à la sécurité numérique des marchés financiers sont ou seront pris en compte dans le cadre du grand marché numérique européen ? J'insiste sur ce dernier point car je travaille beaucoup sur les questions liées au numérique dans le cadre de la commission des affaires européennes. On s'aperçoit, au regard d'événements récents, que les risques liés à la trop faible sécurité informatique deviennent des enjeux très importants qui peuvent parfois impacter la sécurité de l'État.

M. Philippe Bonnecarrère. - Je tiens à remercier le commissaire d'avoir répondu à notre invitation. Ma question portera sur les négociations

en cours sur le Traité Transatlantique et sur le problème de l'intégration des services financiers. Il semblerait que la Commission soit favorable à intégrer les services financiers dans les négociations et que la partie américaine s'y refuse. Ma question est simple : quelle est votre position à ce sujet et comment pourra avancer la négociation à ce sujet ?

M. Éric Bocquet. – J'aurais pour ma part des questions de nature générale car c'est la première fois que nous dialoguons ensemble et nous serons sans doute amenés à nous revoir. Vous avez dit que les pires heures de la crise sont derrière nous. J'espère que vous avez raison, même si j'en doute. Diriez-vous que la réglementation financière est maintenant suffisante ou est-elle excessive ? Vous sentez-vous aussi engagé par les premières mesures prises par votre prédécesseur Michel Barnier ? Avez-vous la même feuille de route notamment au sujet de la finance de l'ombre ?

Le *quantitative easing* de la Banque centrale européenne ne paraît pas avoir encore d'effet immédiat sur l'économie réelle et, au contraire, certains observateurs y voient un risque de bulle financière. Qu'en pensez-vous ?

Enfin, quel est votre point de vue, en tant que britannique, et en tant que commissaire européen, sur la taxe sur les transactions financières ? On connaît le peu d'appétit de nos amis britanniques sur ce sujet.

Je terminerai par une question plus personnelle et je me permettrai de vous taquiner un peu. On observe la forte prégnance du lobby financier à Bruxelles. Comment vous protégez-vous à Bruxelles de l'influence des lobbies financiers dans vos fonctions de commissaire ?

M. Michel Bouvard. – Je remercie le commissaire de la clarté de ses réponses. Je voudrais revenir sur deux points et vous adresser une interrogation. Vous avez beaucoup insisté sur votre pragmatisme. S'agissant du financement de l'économie, on constate que les situations sont très hétérogènes d'un pays à l'autre. Outre le fait que les entreprises britanniques se financent d'abord sur les marchés de capitaux avant d'avoir recours aux réseaux bancaires, les situations sont variables, même en Europe continentale. Il suffit de prendre l'exemple du financement à l'exportation en France et en Allemagne. Or vous apportez une réponse unique dans les solutions et mesures envisagées par la Commission pour favoriser le financement des entreprises. Peut-on espérer une plus grande adaptation notamment en ce qui concerne le financement de long terme pour lequel il n'y a pas encore assez d'incitation auprès des investisseurs privés, malgré le plan Juncker, qui n'est qu'une partie de la réponse.

Ma deuxième question concerne le risque de taux. Certes, la crise financière est vraisemblablement en partie derrière nous, mais il reste encore des problèmes structurels. Quelles seront les conséquences de l'environnement de taux bas, en particulier pour le secteur des assurances ?

Enfin, les sanctions européennes vis-à-vis de la Russie ont un impact plus important dans des pays comme la France et l'Autriche, où les

établissements sont plus impliqués en termes d'investissement et d'engagements sur le marché financier russe. Pensez-vous que cela est tenable durablement et est-ce l'intérêt économique de l'Europe alors que, dans le même temps, les exportations américaines vers la Russie ont augmenté considérablement ?

Mme Michèle André, présidente. – Envisagez-vous des proposer au niveau européen un cadre harmonisé pour le financement participatif qui est, du fait de son canal de distribution principalement fondé sur internet, très transfrontalier ?

M. Jonathan Hill. – C'est une série de questions très riche et variée. Je me permettrai de répondre tout d'abord de façon générale sur mon approche de la réglementation financière car c'est un thème qui est revenu à plusieurs reprises. Tout d'abord, je suis d'avis que les parties prenantes et les lobbies doivent pouvoir venir discuter avec moi. Cela m'est indispensable pour être informé de l'impact des réglementations en place. Il faut parler aux entreprises, aux associations de consommateurs, aux organisations non gouvernementales, aux Parlements nationaux... Je veux être aussi ouvert que possible, écouter puis étudier quelles sont les solutions les plus justes. D'ailleurs je constate que même les États membres ont des arguments à faire valoir ! Une partie de mon travail consiste à recréer des liens entre l'industrie financière et le monde économique. Les services financiers ont la responsabilité de réparer leurs erreurs. Ils sont et doivent rester au service de la société et il faut veiller à les reconnecter avec le public.

Je considère que le financement participatif – le crowdfunding – et l'ensemble des innovations représentent des opportunités fantastiques pour les entreprises. Il faut certes en mesurer le risque mais en veillant à ne pas les brider de façon excessive, au risque d'éteindre toute initiative. Nous n'avons pas encore élaboré, au sein de la Commission, de position définitive au sujet d'un cadre harmonisé sur le crowdfunding mais nous avons relevé que certains États membres étaient en train de mettre en place des législations à ce sujet.

Je voudrais rappeler que la législation et la supervision des indices ont beaucoup progressé. Des amendes ont d'ailleurs déjà été infligées pour sanctionner certains comportements. Je suis de même très intéressé par les aspects liés au numérique et la cybercriminalité qui concerne tout un chacun et je serai très intéressé par vos travaux sur ce sujet.

La Commission tout entière et moi-même souhaitons promouvoir un système plus structuré de coopération en termes de réglementations financières relié au TTIP. Actuellement, la coopération entre l'Europe et les États-Unis fonctionne généralement bien, même si nous connaissons parfois des difficultés. Il nous reste à prendre des décisions, par exemple en ce qui concerne les chambres de compensation. Je pense qu'il serait utile d'avoir davantage de coopération sur la réglementation financière au sein du TTIP.

Je déplore de façon générale le manque de coordination en ce qui concerne la réglementation financière, car cette coopération conditionne souvent l'accès au marché et son absence induit des risques d'arbitrage.

En ce qui concerne la taxe sur les transactions financières, je rappelle que c'est mon collègue Pierre Moscovici qui est chargé de ces négociations, même si nous y apportons un soutien technique. Je serai toutefois très attentif aux conséquences de cette taxe sur le développement des marchés de capitaux et je pense qu'il serait plus judicieux et avisé d'envisager la mise en place d'une telle taxe à un niveau global transfrontalier.

En ce qui concerne l'assouplissement monétaire, je considère qu'il est encore trop tôt pour avoir une opinion claire sur ces effets et que, pour en mesurer l'impact, il est nécessaire aussi de tenir compte de la faiblesse actuelle des taux d'intérêt. Le niveau bas des taux d'intérêt est en effet une question préoccupante et nous devons suivre de près ce sujet.

L'action de l'Union européenne vis-à-vis de la Russie me paraît un très bon exemple de ce qu'il est possible de réaliser au sein de l'Union européenne par rapport à des actions individuelles. Je mesure les conséquences financières et le coût pour les pays qu'imposent ces sanctions, mais je suis satisfait de voir que nous avons pu agir ensemble pour envoyer ce message.

Mme Michèle André, présidente. – Monsieur le commissaire, nous sommes très heureux de vous avoir reçu ce matin et nous prenons bonne note que vous êtes demandeur de contacts et que nos collègues peuvent s'adresser à vous facilement. Vous aurez toujours avec les sénateurs français des interlocuteurs attentifs. Nos deux commissions souhaitent véritablement engager un travail rapproché avec les différents membres de la Commission européenne.

M. Yves Pozzo di Borgo, vice-président de la commission des affaires européennes. – Au nom de la commission des affaires européennes je voudrais également vous remercier et en profiter pour rendre hommage à l'impulsion du Président Jean-Claude Juncker qui vise à favoriser les contacts entre la Commission et les Parlements nationaux. Nous venons de passer quelques jours à Strasbourg où nous avons rencontré des Commissaires européens et nous réjouissons de favoriser les échanges à Paris, à Bruxelles comme à Strasbourg, ville à laquelle nous sommes particulièrement attachés en tant que capitale européenne.

II. EXAMEN DU RAPPORT

Réunie le mardi 21 juillet 2015, sous la présidence de Mme Michèle André, présidente, la commission des finances a examiné, en application de l'article 73 *quinquies*, alinéa 3, du Règlement, le rapport de M. Albéric de Montgolfier, rapporteur, et procédé à l'élaboration du texte de la commission sur la proposition de résolution européenne n° 640 (2014-2015), présentée par MM. Jean-Paul Emorine et Richard Yung, au nom de la commission des affaires européennes, sur l'union des marchés de capitaux.

M. Albéric de Montgolfier, rapporteur général. – Richard Yung et Jean-Paul Emorine sont à l'initiative de la proposition de résolution européenne sur l'union des marchés de capitaux.

Dans le cadre du projet politique de la nouvelle Commission européenne présidée par Jean-Claude Juncker, la mise en œuvre de l'union des marchés de capitaux a été confiée au commissaire Jonathan Hill, que nous avons reçu le 20 mai. Lorsqu'il est venu devant notre commission, le 11 mars dernier, le directeur général du Trésor, Bruno Bézard, a défini cette union comme « une initiative européenne très positive au contenu encore flou... ».

La Commission européenne estime que des progrès peuvent être accomplis pour dynamiser le rôle des marchés d'actions et d'obligations au service du financement de l'économie. À ce titre, elle entend faciliter la circulation des capitaux dans l'Union européenne et offrir un plus grand choix d'investissements aux épargnants européens. Elle veut lutter contre la fragmentation des marchés, c'est-à-dire contre l'organisation sur une base essentiellement nationale du financement des économies. En soi, ce projet ne peut que recevoir notre approbation, puisqu'il contribue à mobiliser plus de financements pour les entreprises, pour les collectivités publiques ainsi que pour les infrastructures, et ce à un coût moindre. Néanmoins, comme je le disais, le contenu reste flou.

La Commission européenne a publié un livre vert en février 2015, pour lancer une phase de consultation qui vient de se terminer. Elle sera suivie, d'ici la fin de l'année, d'un plan d'action : nous connaissons alors les propositions concrètes de la Commission européenne.

Je regrette que l'analyse économique qui sous-tend le projet d'union des marchés de capitaux soit assez pauvre. La Commission européenne souligne par exemple que le faible développement des marchés de capitaux fragilise nos économies en cas de resserrement du crédit bancaire, sans voir que durant la crise, les marchés de capitaux ont, eux aussi, connu un recul substantiel. De manière générale, elle constate plus qu'elle n'analyse les raisons de la fragmentation des marchés. Le livre vert se contente d'indiquer

que « l'intégration et le développement des marchés de capitaux de l'Union européenne se heurtent à différents obstacles découlant de facteurs historiques, culturels, économiques et juridiques, dont certains sont profondément ancrés et difficiles à surmonter ». Il s'agit par exemple « de la préférence historique des entreprises pour certains modes de financement, des caractéristiques des régimes de retraite, de l'imposition de règles prudentielles et d'obstacles administratifs, de certains aspects de la gouvernance des entreprises et du droit des sociétés, de lacunes en matière de données, de caractéristiques de nombreux systèmes fiscaux et du manque d'efficacité des structures de marché ». Vous en conviendrez, un tel catalogue de « portes ouvertes » n'est guère éclairant.

En réalité, l'union des marchés de capitaux, qui se veut le pendant de l'union bancaire, est surtout une vitrine politique pour les différentes mesures que la Commission européenne envisage de proposer en matière de financement de l'économie, sans qu'elles forment un tout cohérent. Le commissaire Hill a d'ailleurs déclaré devant nous : « l'union des marchés de capitaux est un projet de long terme. Ce sera le cumul de plusieurs mesures concrètes ». Les deux pistes les plus clairement identifiées sont la relance de la titrisation et la modification de la directive Prospectus.

La titrisation, qui consiste à vendre sur les marchés obligataires des parts de prêts bancaires est une technique financière qui a été abondamment utilisée pour les *subprimes*. La saturation des bilans bancaires ainsi que les nouvelles normes comme Bâle 3, réduisent les financements disponibles pour les entreprises, notamment les PME. Telles sont les raisons pour lesquelles la Commission européenne, en accord avec la Banque centrale européenne et les régulateurs bancaires, entend relancer la titrisation. Le livre vert de la Commission européenne estime que « si le niveau des titrisations de prêts aux PME pouvait regagner - en toute sécurité - ne serait-ce que la moitié du terrain perdu par rapport à 2007, cela pourrait représenter quelque 20 milliards d'euros de financement supplémentaire ». Bien entendu, il conviendrait de mettre en place des garde-fous pour éviter la dispersion des prêts les plus risqués, comme cela s'est produit aux États-Unis.

La seconde piste identifiée consiste à modifier la directive Prospectus, qui oblige les entreprises à mettre à disposition des investisseurs une documentation financière accompagnant toute émission d'actions ou d'obligations, ce qui est particulièrement coûteux pour des entreprises de taille intermédiaire et franchement dissuasif pour des petites entreprises. La Commission européenne envisage des règles plus simples et une documentation allégée pour que les PME et les ETI - en réalité surtout les ETI - accèdent plus facilement aux marchés et ne dépendent pas exclusivement de financements bancaires.

Pour le reste, il faudra attendre le plan d'action de la Commission européenne. Lorsque nous avons reçu le commissaire Hill, notre commission des finances avait insisté sur la nécessité de prendre en compte les nouveaux modes de financement (financement participatif, opérateurs alternatifs). Ils connaissent en effet une forte croissance et la mise en place d'une réglementation européenne serait la bienvenue. Vous l'aurez compris, l'essentiel du travail de réflexion et de législation est encore devant nous.

Soyons vigilants sur le maintien des réformes Barnier. Le commissaire Hill nous a assurés que ces réformes avaient renforcé la stabilité financière, tout en ajoutant que « nous avons peut-être également créé sans le vouloir des difficultés pour l'économie ». De nombreux lobbys financiers n'attendent qu'une chose : que la nouvelle Commission détricote les réformes votées lors de la précédente mandature. Si les règles relatives à la titrisation méritent d'être recalibrées, il n'est pas question pour autant que l'union des marchés de capitaux devienne le prétexte d'une nouvelle phase de dérégulation. Les mauvaises habitudes reviennent vite...

Il faudra également favoriser le développement de la place financière de Paris. Bruno Bézard avait insisté sur la défense de nos intérêts industriels. L'industrie financière représente plusieurs milliers d'emplois qualifiés à Paris. Il importe que les entreprises qui se financent en euros puissent s'appuyer sur des centres financiers solides situés dans la zone euro. Nous devons garder cela à l'esprit lors des prochaines négociations.

Le texte qui nous est soumis reprend les différents points que je viens de présenter. Pour des raisons de lisibilité et afin de rendre le message plus direct et sans changer le fond, j'ai déposé un seul amendement qui en propose une nouvelle rédaction.

Par ailleurs, je n'ai pas modifié, hormis sur un point rédactionnel, la partie sur la réforme structurelle des banques. La commission des affaires européennes a souhaité rappeler son inquiétude quant au projet européen de séparation des banques qui pourrait d'abord et avant tout affecter nos grandes banques françaises. En effet, les banques britanniques bénéficieraient d'une exemption du fait d'une loi nationale jugée équivalente à la proposition européenne et les banques allemandes seraient trop petites pour rentrer dans le champ d'application. Or l'on aura besoin des acteurs bancaires pour assurer le fonctionnement de l'union des marchés de capitaux.

Je vous propose également de ne pas entrer autant dans le détail sur plusieurs points que la PPRE initiale. En effet, certaines préoccupations essentielles, tels que le régime des chambres de compensation ou l'évolution du rôle l'Autorité européenne des marchés financiers, méritent un travail plus approfondi, de sorte que je souhaite remettre l'ouvrage sur le métier, conjointement avec la commission des affaires européennes, si elle le souhaite.

À ce stade, l'essentiel du travail reste devant pour créer cette union des marchés de capitaux, qui est une excellente initiative en soi, mais pour laquelle la Commission européenne en est plus au stade de la réflexion que la législation.

M. André Gattolin. - Il faut nous montrer prudents sur ce projet, dont l'auteur n'est pas complètement neutre. La procédure de consultation publique que la Commission européenne a lancée en ligne n'est pas représentative. L'essentiel des quelque 400 réponses émane de sociétés bancaires britanniques ou de leurs filiales belges, voire de *hedge funds* ; 87 % des répondants viennent du secteur financier. Dans le cadre de ses consultations, et même si elles sont ouvertes à tous, la Commission européenne a tout de même une tendance à appeler des contributions particulières des acteurs du secteur concerné. Les parlements et les institutions publiques ne participent pratiquement pas. Il faudrait que nous menions une veille en amont pour faire valoir notre point de vue. Comme son prédécesseur, le commissaire européen en charge de ces questions institutionnelles en convient : il est attentif aux remarques des parlementaires... quand il en a. Les réponses recueillies sur la base des livres verts ne sont représentatives ni de la population européenne, ni de l'ensemble des marchés, car certains pays sont sous-représentés par rapport à d'autres : la France et l'Allemagne, par exemple, participent peu. Comme le dit un proverbe zen, « À ne poser que des questions, on n'obtient que des réponses ».

M. Éric Bocquet. - L'idée de la Commission européenne est de diversifier les canaux de financement de l'économie. Depuis le mois de mars, la Banque centrale européenne a fait le choix de l'assouplissement quantitatif, en injectant tous les mois 60 milliards d'euros dans les circuits financiers européens, pour stimuler l'économie. On n'en perçoit pas encore les effets : si les banques perçoivent bien cet argent, la demande de la part des entreprises ou des particuliers n'est pas encore au rendez-vous. La réglementation instaurée après la crise de 2008 est loin d'être suffisante, même si certains la trouvent trop sévère et y voient un frein pour la reprise économique. Certains économistes prédisent au contraire une nouvelle bulle financière liée à l'injection massive de capitaux. Il ne faudrait pas que l'union des marchés de capitaux provoque un effet de domino, en cas de crise en Europe. Très réservés sur cette proposition de résolution européenne, nous nous abstenons.

M. François Marc. - En tant que membre de la commission des affaires européennes, je suis favorable à la rédaction proposée, qui me paraît tout à fait pertinente. On nous a dit récemment que ce qui nous menaçait, ce n'était pas l'excès d'Europe, mais son insuffisance. Le rapporteur général met l'accent sur la sécurisation de cette l'amélioration des circuits de financement, sous l'égide d'un renforcement de l'Autorité européenne des marchés financiers, ainsi que sur la concurrence équitable au sein de

l'Europe. Le travail reste à faire pour arriver à un dispositif équitable tant pour les places financières que pour les modalités de fonctionnement du marché des capitaux. J'espère qu'il aboutira.

M. Vincent Eblé. – Je partage l'avis favorable de mon collègue. L'émergence de canaux de financement innovants ne peut qu'intéresser les collectivités territoriales, qui tendent de plus en plus à aller chercher sur les marchés de capitaux les financements nécessaires à leurs investissements. Elles obtiennent ainsi des financements à des taux plus faibles. Je l'ai moi-même expérimenté avec succès lorsque j'étais président de mon département.

On voit tous les jours éclore dans les territoires de nouvelles initiatives conduites par des appels à des financements participatifs. Même si le système bancaire continue à jouer un rôle majeur par son offre de crédit aux investisseurs privés et publics, je suis heureux que cette proposition de résolution européenne entende favoriser la diversification des modes de financement. Une régulation par la concurrence, dans cette matière, ne serait pas mauvaise pour la croissance et l'économie européenne.

M. Philippe Dallier. – Le groupe des Républicains votera en faveur de ce texte légèrement amendé par le rapporteur général.

Le Président de la République a appelé ce week-end à la création d'un gouvernement et d'un parlement de la zone euro. On pourrait s'interroger sur les compétences à donner à ce parlement comme sur le développement d'un fédéralisme plus poussé, auquel nous ne sommes certainement pas tous favorables. Il est néanmoins indispensable d'harmoniser notre système pour que tous jouent avec les mêmes cartes. Par conséquent, ce travail de réflexion est bienvenu.

M. Albéric de Montgolfier, rapporteur général. – Il est vrai que, comme l'a souligné André Gattolin, les banquiers anglo-saxons sont davantage représentés dans la consultation, que l'agriculteur d'Eure et Loir ou le fabricant d'aligot d'Auvergne...

Nous ne sommes sans doute pas assez présents. Le Sénat pourrait renforcer sa présence dans ce type de consultation, y compris en relayant la contribution des groupes politiques.

Sans être opposés au projet d'un marché de capitaux européen, nous tenons à défendre les intérêts de la place financière de Paris et ceux des banques françaises. Vous l'avez dit, il est nécessaire de mettre en place certains garde-fous, par exemple pour éviter le retour de certains excès dus à la titrisation. Évitions de tout déréguler, car le naturel revient vite au galop. D'où l'amendement pour organiser le texte autour de trois thèmes : le projet d'union des marchés de capitaux, la titrisation et la directive Prospectus, et la réforme structurelle des banques.

Mme Michèle André, présidente. - Il est utile de travailler en équipe avec la commission des affaires européennes et d'unir nos forces dès le début.

L'amendement n° FINC-1 est adopté. En conséquence, la proposition de résolution européenne est adoptée dans la rédaction issue des travaux de la commission.