



# Public consultation on Building a Capital Markets Union

Fields marked with \* are mandatory.

## Introduction



The purpose of the Green Paper is to consult all interested parties on the Commission's overall approach to putting in place the building blocks for CMU by 2019, the underlying economic rationale of CMU, and on possible measures which could be taken to achieve this objective.

The main areas that the Green Paper seeks to address are:

- Improving **access to financing** for all businesses across Europe and investment projects, in particular start-ups, SMEs and long-term projects;
- increasing and **diversifying the sources of funding** from investors in the EU and all over the world; and
- making the **markets work more effectively** so that the connections between investors and those who need funding are more efficient and effective, both within Member States and cross-border.

**Please note:** In order to ensure a fair and transparent consultation process **only responses received through our online questionnaire will be taken into account** and included in the report summarising the responses. Should you have a problem completing this questionnaire or if you require particular assistance, please contact [fisma-cmu-surveyec.europa.eu](http://fisma-cmu-surveyec.europa.eu).

More information:

- [on this consultation](#)
- [on the green paper](#) 
- [on the protection of personal data regime for this consultation](#) 

# 1. Information about you

---

\*Are you replying as:

- a private individual
- an organisation or a company
- a public authority or an international organisation

\*Name of your organisation:

Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes et Conseil Supérieur de l'Ordre des Experts Comptables

Contact email address:

**The information you provide here is for administrative purposes only and will not be published**

cedric.gelard@cnc.fr

\*Is your organisation included in the Transparency Register?

(If your organisation is not registered, [we invite you to register here](#), although it is not compulsory to be registered to reply to this consultation. [Why a transparency register?](#))

- Yes
- No

\*Type of organisation:

- Academic institution
- Consultancy, law firm
- Industry association
- Non-governmental organisation
- Trade union
- Company, SME, micro-enterprise, sole trader
- Consumer organisation
- Media
- Think tank
- Other

\*Please specify the type of organisation:

French accountancy bodies

\*Where are you based and/or where do you carry out your activity?

France

\*Field of activity or sector (*if applicable*):

*at least 1 choice(s)*

- Banking
- Insurance
- Pension provision
- Investment management (e.g. hedge funds, private equity funds, venture capital funds, money market funds, securities)
- Market infrastructure operation (e.g. CCPs, CSDs, Stock exchanges)
- Other financial services (e.g. advice, brokerage)
- Non-financial sector
- Other
- Not applicable

\*Please specify your activity field(s) or sector(s):

specialized in accountancy services, financial information, tax,  
auditing of financial statements



## Important notice on the publication of responses

---

\*Contributions received are intended for publication on the Commission's website. Do you agree to your contribution being published?

(see [specific privacy statement](#) )

- Yes, I agree to my response being published under the name I indicate (*name of your organisation/company/public authority or your name if your reply as an individual*)
- No, I do not want my response to be published

## 2. Your opinion

---

**Respondents are invited to answer as many questions as they feel appropriate, but should not feel obliged to answer questions on which they have no opinion or expertise.**

**Even where yes/no questions are indicated, respondents are invited to also provide qualitative responses.**

**Respondents are also welcome to upload free text documents, position papers, reports which they consider relevant. A button for this purpose is provided at the end of the consultation.**

## Priorities for early action

Please refer to the corresponding section of the Green paper  to read context information before answering the questions.

1. Beyond the five priority areas identified for short term action, what other areas should be prioritised?

2. What further steps around the availability and standardisation of SME credit information could support a deeper market in SME and start-up finance and a wider investor base?

Les PME sont souvent des entreprises plus fragiles, en terme de solvabilité voire de continuité d'exploitation, que les grandes entreprises. A ce titre, elles peuvent apparaitre pour les investisseurs comme plus risquées qu'elles ne le sont réellement, simplement par manque d'information sur leur solvabilité. Afin de favoriser l'approfondissement du marché du financement des PME, il pourrait être envisagé de concevoir au niveau européen un « rapport de solvabilité » composé d'une série de ratio simples mais pertinents qui serait émis par les PME en recherche de financement et qui ferait l'objet d'une attestation de leur contrôleur légal des comptes (lorsque leurs comptes sont audités) ou de leur expert-comptable.

Des entités de secteur réglementé telles que les compagnies d'assurance par exemple émettent déjà un rapport de solvabilité. Ce rapport est complexe et il n'est bien évidemment pas question d'imposer aux PME un rapport complexe qui ne correspondrait pas leur modèle économique, la commission pourrait toutefois s'inspirer des pratiques existantes dans ces secteurs pour concevoir un tel rapport.

L'absence d'un référentiel comptable commun en Europe pour les PME (cf. notre réponse à la question 8) contribue au besoin de développer un cadre normalisé pour l'information sur la solvabilité de celles-ci.

3. What support can be given to ELTIFs to encourage their take up?

4. Is any action by the EU needed to support the development of private placement markets other than supporting market-led efforts to agree common standards?

- Yes
- No

Comments on question 4:

## **Measures to develop and integrate capital markets - Improving access to finance**

Please [refer to the corresponding section of the Green paper](#)  to read context information before answering the questions.

5. What further measures could help to increase access to funding and channelling of funds to those who need them?

Nous considérons qu'une des clés du financement sur le marché au sens large, c'est-à-dire y compris des financements alternatifs, est la transparence financière et la confiance, c'est pourquoi nous suggérons que les comptes de toutes les entités qui font appel au marché soient soumis au contrôle légal, ou, à défaut, à un contrôle contractuel. S'agissant de PME il pourrait être fait usage de l'article 26 de la directive 2006/43/CE qui dispose que « lorsque un Etat membre exige le contrôle légal des comptes des petites entreprises, il peut prévoir que l'application des normes [d'audit] doit être proportionnée à l'ampleur et à la complexité des activités de ces entreprises ».

Nous suggérons à la Commission Européenne d'étendre les bonnes pratiques des experts-comptables français en matière de financement bancaire des PME dont les principales propositions faites aux banques ont été reprises par l'Observatoire du financement des entreprises dans son rapport sur le financement des TPE en juin 2014.

Le CSOEC a ainsi présenté ses positions sur le rapport d'initiative de M. RUBIG sur les « petites et moyennes entreprises (PME): compétitivité et perspectives commerciales » (2012/2042(INI)) en proposant des amendements qui préconisaient le rôle proactif des experts-comptables pour faciliter, en particulier en période de crise économique, l'accès des PME aux financements. Ces amendements ont été votés.

Cette bonne pratique confie à l'expert-comptable un rôle d'intermédiaire qui a pour objet de sécuriser les banques dans leur approche des dossiers de financement.

Les principales modalités en sont :

- La mise en place d'un partenariat avec les principaux réseaux bancaires
- Une limite de prêts amortissables inférieure à 25 000 euros
- Un dossier simplifié de demande de financement modélisé
- L'établissement de prévisions financières assorties d'un rapport d'assurance modérée émis par l'expert-comptable
- Une réponse des banques dans un délai de quinze jours motivant leur éventuel refus de financement

6. Should measures be taken to promote greater liquidity in corporate bond markets, such as standardisation? If so, which measures are needed and can these be achieved by the market, or is regulatory action required?

7. Is any action by the EU needed to facilitate the development of standardised, transparent and accountable ESG (Environment, Social and Governance) investment, including green bonds, other than supporting the development of guidelines by the market?

- Yes  
 No

Comments on question 7:

Rendre les investissements auditables (du fait de leur standardisation) permettra non seulement une meilleure lecture de ces investissements par les parties prenantes (investisseurs notamment), mais également de limiter le « green washing ».

Afin d'apporter de la crédibilité et de la fiabilité à ces investissements, ils doivent être vérifiables, donc transparents, standardisés et responsables.

Il conviendrait de s'appuyer sur les informations, déjà exigées par ailleurs, qui figurent dans la directive européenne (2014/95/UE, relative à la publication d'informations non financières et d'informations relatives à la biodiversité par certaines grandes entreprise et certains groupes), mais également sur des standards ou labels déjà existants, développés par des agences de notation (Cf. par exemple le centre de recherche sur l'ISR et la RSE - Novethic, supervisé par Anne-Catherine Husson-Traoré ; VIGEO, etc.)

Outre les investissements et les obligations vertes : il faudrait également développer des mécanismes encourageant l'achat de titres verts (portefeuille titres ou actions).

8. Is there value in developing a common EU level accounting standard for small and medium-sized companies listed on MTFs? Should such a standard become a feature of SME Growth Markets? If so, under which conditions?

Les attendus et les constats

1. L'objectif de la Commission européenne est d'améliorer l'accès aux financements, y compris au capital-risque, pour toutes les entreprises de l'Union européenne et en particulier pour les PME cotées sur certaines plateformes de négociation (MTF) et donc de favoriser l'accès aux marchés des capitaux afin de relancer l'investissement.

2. Il convient de noter que dans certains Etats Membres les sociétés visées peuvent utiliser les normes comptables locales et/ou les IFRS pour l'établissement de leurs comptes consolidés et/ou de leurs comptes individuels. En France les sociétés cotées sur Alternext peuvent au choix utiliser les IFRS ou les normes comptables françaises pour l'établissement de leurs comptes consolidés. Cette situation réduit la comparabilité des états financiers et peut constituer un obstacle pour de potentiels investisseurs.

En effet sur les 167 sociétés cotées sur Alternext, 70 appliquent les

normes comptables françaises dans leurs comptes consolidés (47 en IFRS) et 50 n'établissent pas de comptes consolidés mais seulement des comptes individuels en normes comptables françaises. Donc en synthèse le référentiel comptable français est utilisé par plus de 70% des sociétés cotées sur Alternext.

3. Il est nécessaire d'accroître la confiance des investisseurs dans les marchés de capitaux en leur garantissant une protection effective. Pour cela les investisseurs doivent disposer du même niveau d'information fiable et pertinente quelle que soit la taille des sociétés.

4. La question du financement des PME visées se pose différemment selon qu'une PME souhaite intervenir sur le marché global des capitaux c'est-à-dire à l'échelle internationale, ou à l'échelle européenne ou sur le marché local. Dans le premier cas les IFRS s'imposent pour l'établissement des comptes consolidés. Dans les autres cas la question du référentiel applicable se pose.

5. Il convient également de veiller à ne pas imposer à ces PME d'avoir à établir deux jeux de comptes individuels dans deux référentiels comptables différents (un pour le marché européen et un pour les besoins nationaux lorsqu'elles n'établissent pas de comptes consolidés). Seule la dichotomie des référentiels comptables applicables entre les comptes consolidés et les comptes individuels, tel que cela existe aujourd'hui en France, est acceptable.

Nous rappelons notre position exprimée dans notre réponse datée du 4 mars 2010 au Commissaire européen Michel Barnier sur l'opportunité d'appliquer la norme IFRS PME dans les comptes individuels : « Nous rappelons que les PME constituent en France le socle de notre économie et en assurent la croissance au même titre que les sociétés cotées. La fiscalité est étroitement connectée à la comptabilité ainsi que les règles juridiques. Nous sommes d'avis que la déconnexion engendrerait un certain nombre de conséquences non favorables aux entreprises et non opportunes dans le contexte économique actuel de simplification des obligations administratives et comptables des entreprises. De plus, nous considérons le référentiel comptable national de qualité et répondant aux besoins des utilisateurs des comptes des petites et moyennes entreprises ».

6. L'objectif est donc de trouver une solution simple avec un rapport coûts/bénéfices pertinent. Il est fait remarquer que les transactions complexes participent à la complexité des traitements. Il convient donc de veiller à ne pas proposer de simplifications qui ne traduiraient plus la réalité économique et la transposition fidèle des opérations. Par exemple le débat entre l'amortissement ou non du goodwill avec en contrepartie du non amortissement la réalisation de tests de dépréciation doit être examiné au regard du coût engendré par la réalisation des tests de dépréciation en rapport avec l'information apportée par rapport à un amortissement. Cette question se pose également pour les grandes sociétés même si elle plus prégnante pour les



PME.

7. Les PME sont également attachées à utiliser des données financières qui soient identiques à leurs données de gestion pour les besoins du management et pour des raisons de coût. Elles ont moins tendance à utiliser des non GAAP measures. En effet les états financiers ne sont pas destinés qu'aux investisseurs mais sont également utiles pour les dirigeants

Les solutions proposées

8. Compte tenu de ce qui est exposé ci-dessus la première proposition de la profession est de donner une option pour que les PME visées puissent continuer à utiliser les normes comptables locales en fonction de leur besoin de financement. Cette solution permettrait d'utiliser les référentiels actuels pour les comptes consolidés et les comptes individuels.

9. Pour les PME qui ont des besoins de financement à l'échelle européenne, la profession ne souhaite pas que les IFRS soient un frein au développement, ni créer un nouveau référentiel comptable. C'est pourquoi la profession souhaite qu'une option soit offerte pour appliquer les full IFRS à toutes les sociétés cotées (sur un marché réglementé et sur les MTF) tout en proposant des principes de disclosure permettant d'alléger les informations à fournir dans les notes annexes pour les PME dans le prolongement du projet de l'IASB Disclosure initiative dont l'objectif est d'améliorer la pertinence et la lisibilité des notes annexes des états financiers (en clarifiant notamment l'application des principes). Une étude réalisée en 2013 montre que, bien que le référentiel IFRS ne constitue pas un obstacle majeur à l'accès aux marchés financiers et qu'il présente l'intérêt d'offrir une comparabilité des performances, une simplification de l'information financière en lien avec une volumétrie croissante serait de nature à faciliter l'accès aux marchés financiers.

10. Cette solution a le mérite d'assurer aux investisseurs le même niveau de protection que pour les investissements réalisés dans des sociétés cotées sur un marché réglementé de l'UE apportant transparence et comparabilité de l'information financière. Elle peut de plus être mise en œuvre rapidement dans le contexte actuel et dans un calendrier serré.

11. La complexité des IFRS soulève un débat sur la pertinence de certains principes (par exemple les méthodes d'évaluation relatives aux engagements de retraite, aux instruments financiers, aux stocks options, aux tests de dépréciation,...) en lien avec le rapport coûts/bénéfices. La profession encourage donc la Commission européenne à travailler avec l'IASB pour réfléchir aux pistes d'amélioration qui concernent toutes les sociétés même si cette problématique est plus prégnante pour les PME pour des raisons de coûts et de ressources techniques. L'IASB devrait réexaminer la proportionnalité des traitements comptables en fonction du

rapport coûts/bénéfices

Les solutions rejetées

12. Après en avoir étudié l'opportunité d'application, la profession ne souhaite pas retenir d'autres alternatives qui auraient pu être envisagées telles que :

a. La création d'un référentiel spécifique européen notamment pour les raisons suivantes :

- Solution extrêmement coûteuse et longue à mettre en œuvre qui nécessiterait la création d'un normalisateur comptable européen qui n'existe pas aujourd'hui pour développer ce référentiel et le pérenniser dans le temps ainsi qu'une structure de supervision ;
- Création d'un nouveau référentiel pouvant apporter plus de confusion aux marchés financiers ;
- Difficulté à se mettre d'accord au sein de l'UE (voir discussions sur la nouvelle Directive 2013/34) favorisant l'émergence de diverses options comptables réduisant de fait la comparabilité ;
- Absence de comparabilité avec des PME de taille importante qui appliquent les IFRS ;
- Un rapport coût de développement de ce référentiel sur les bénéfices retirés pour un nombre a priori limité de sociétés concernées.

b. Le référentiel IFRS pour les PME notamment pour les raisons suivantes :

- Tout d'abord l'IASB a réservé ce référentiel aux sociétés n'ayant pas de responsabilité publique. Il a estimé que la nature et le degré des différences entre les full IFRS et IFRS PME devaient être déterminés sur la base des besoins des utilisateurs et d'analyses coûts/bénéfices. Il serait donc nécessaire de se tourner vers l'IASB afin que celui-ci amende la norme ;
- Multiplication des référentiels comptables utilisés pouvant apporter plus de confusion aux marchés financiers ;
- L'UE n'a pas la maîtrise sur l'évolution de ce référentiel et sa pérennité ;
- Les coûts récurrents d'application sont importants.

Nous rappelons notre position exprimée dans notre réponse datée du 4 mars 2010 au Commissaire européen Michel Barnier sur l'opportunité d'appliquer la norme IFRS PME : « Concernant les comptes consolidés des sociétés non cotées, la France a choisi d'offrir l'option aux entreprises d'utiliser IFRS full. L'introduction d'un nouveau référentiel pour ces comptes serait une source de complexité et serait contraire à l'objectif recherché de comparabilité et d'harmonisation. En France, le nombre de référentiels applicables pour ces entreprises serait au nombre de trois, à savoir le référentiel comptable national français, IFRS full et IFRS pour les PME qui cohabiteraient sans que les règles de passage de l'un à l'autre soient clairement définies ».

Les recommandations

- Par ailleurs avant de finaliser le choix du référentiel applicable, nous recommandons à la Commission européenne d'effectuer une

étude dans chaque pays européen visant à identifier les pratiques actuelles et la législation locale existante sur les marchés non réglementés afin d'apprécier les impacts, inconvénients et avantages d'un changement éventuel de réglementation.

**9. Are there barriers to the development of appropriately regulated crowdfunding or peer to peer platforms including on a cross border basis? If so, how should they be addressed?**

Il semble que moins de 5 pays européens disposent d'une réglementation spécifique au crowdfunding.

Une harmonisation de la réglementation européenne présenterait des avantages au regard du marché intérieur. L'absence de mécanisme empêche les plateformes françaises d'intervenir dans les autres pays d'Europe où les réglementations sont différentes.

Ces plateformes françaises ne peuvent permettre à des épargnants d'autres Etats Membres d'investir dans des PME françaises. Par ailleurs une plateforme française pourrait en théorie proposer à des épargnants français d'investir dans des sociétés étrangères, mais en pratique cela est difficilement réalisable.

Les plateformes ne semblent pas pouvoir non plus s'établir dans d'autres pays européens où elles risquent par exemple d'être assimilées à des banques et de ne pas recevoir pour autant l'agrément de la banque centrale locale au lieu de bénéficier d'un régime allégé comme en droit français.

Par ailleurs, comme nous l'avons indiqué en réponse à la question 5 ci-dessus, nous considérons que les comptes des entités qui font appel à un financement participatif devraient, dans un souci de transparence financière et afin de renforcer la confiance des investisseurs être soumis au contrôle légal, ou, à défaut, à un contrôle contractuel.

En outre la pratique française consistant à établir des informations prévisionnelles pour obtenir le financement, attestées par l'expert-comptable, pourrait être généralisée.

**Measures to develop and integrate capital markets - Developing and diversifying the supply of funding - Boosting institutional investment**

Please refer to the corresponding section of the Green paper  to read context information before answering the questions.

**10. What policy measures could incentivise institutional investors to raise and invest larger amounts and in a broader range of assets, in particular long-term projects, SMEs and innovative and high growth start-ups?**

La multiplication des contraintes réglementaires, leur constante évolution (Bâle III, Solvency II, ...), semblent plutôt avoir tendance actuellement à constituer des freins à de tels investissements pour les investisseurs institutionnels.

Cependant, les impacts de ces réglementations ne peuvent pas encore être mesurés. Avant de décider de nouvelles mesures, il conviendrait de stabiliser les règles existantes et de faire un bilan de leur incidence sur le comportement des investisseurs institutionnels.

Il conviendrait également que les pays évitent les « sur-réglementations » locales.

En ce qui concerne les produits, les vecteurs suivants sont de nature à inciter les investisseurs institutionnels à investir dans un éventail plus large d'actifs :

- les fonds de capital - risque,
- les organismes de titrisation,
- les fonds européen d'investissement à long terme (ELTIF),
- les fonds de prêt à l'économie.

Il n'est cependant pas possible actuellement de mesurer l'impact de ces nouveaux produits.

Toutefois on pourrait envisager les mesures suivantes :

- La création de labels par les gestionnaires de places financières ou par des groupes d'investisseurs institutionnels permettrait d'identifier et de promouvoir ces entreprises. La labellisation prendrait en compte les aspects innovants en termes de technologie, mais également en terme de modèle économique.

<https://www.enternext.biz/fr/actualite/a-occasion-de-sa-conference-tech-enternext-annonce-une-serie-de-mesures>

Nota : les professionnels de la comptabilité auraient à intervenir pour analyser le modèle économique et les prévisions de croissance de ces entreprises.

- Les normes de solvabilité pourraient être aménagées afin que les actifs correspondant à des entreprises innovantes ou à fort potentiel de croissance soient classées en terme de risque à un niveau proche de celui des investissements plus traditionnels.

<http://www.latribune.fr/entreprises-finance/20140409trib000824494/financement-des-pme-le-capital-investissement-crie-haro-sur-solvabilite-2.html>

**11. What steps could be taken to reduce the costs to fund managers of setting up and marketing funds across the EU? What barriers are there to funds benefiting from economies of scale?**

12. Should work on the tailored treatment of infrastructure investments target certain clearly identifiable sub-classes of assets?

- Yes
- No

Comments on question 12:

12.1 If so, which of these should the Commission prioritise in future reviews of the prudential rules such as CRDIV/CRR and Solvency II?

13. Would the introduction of a standardised product, or removing the existing obstacles to cross-border access, strengthen the single market in pension provision?

14. Would changes to the EuVECA and EuSEF Regulations make it easier for larger EU fund managers to run these types of funds?

14.1 What other changes if any should be made to increase the number of these types of fund?

15. How can the EU further develop private equity and venture capital as an alternative source of finance for the economy?

15.1 In particular, what measures could boost the scale of venture capital funds and enhance the exit opportunities for venture capital investors?

16. Are there impediments to increasing both bank and non-bank direct lending safely to companies that need finance?

### **Measures to develop and integrate capital markets - Developing and diversifying the supply of funding - Boosting retail investment**

Please [refer to the corresponding section of the Green paper](#)  to read context information before answering the questions.

17. How can cross border retail participation in UCITS be increased?

Il n'est pas certain qu'une plus grande participation transfrontalière des investisseurs particuliers constitue un objectif primordial. Le principal objectif est de promouvoir des règles équitables entre les produits d'épargne, partagées entre les différents régulateurs dans leur définition et dans leur application. Les acteurs de l'écosystème feront le reste.

Actuellement, les principaux freins sont l'hétérogénéité fiscale et l'existence de reportings spécifiques par pays.

18. How can the ESAs further contribute to ensuring consumer and investor protection?

## 19. What policy measures could increase retail investment?

Les investissements des particuliers se font non seulement par investissements directs mais également via les contrats d'assurance vie, les plans d'épargne ... la réponse à la question peut être différente selon ces vecteurs. Dans tous les cas cependant, les leviers fiscaux sont essentiels.

Sont à considérer également :

- la liquidité des placements : Pour les produits de long terme, il conviendrait d'organiser la liquidité comme cela est déjà fait par exemple dans l'épargne salariale (tiers liquide), les contrats d'assurance vie en euros (possibilité d'obtenir des avances)... Il pourrait être envisagé, par exemple, d'organiser un marché secondaire des parts de fonds de capital-risque ;
- le fait qu'en France les épargnants s'orientent plus volontiers vers les produits de taux essentiellement par réticence envers les risques inhérents aux actions. La promotion de l'épargne salariale et des contrats d'assurance vie investis en actions peuvent favoriser une réorientation de l'épargne. Un autre axe serait, pour ce qui concerne la France, le développement de l'épargne retraite (fonds de pensions).

### 19.1 What else could be done to empower and protect EU citizens accessing capital markets?

Des mesures supplémentaires de protection des épargnants ne semblent pas nécessaires (les directives UCIT IV et, surtout, AIFM, ont été transposées récemment), en revanche, il serait utile de favoriser une meilleure connaissance des épargnants du fonctionnement des marchés, des produits, et de la relation risques/rendements.

Par ailleurs, là aussi la transparence financière et la confiance qu'apporte le contrôle légal des comptes sont des éléments qui ne peuvent que favoriser les investissements des particuliers.

## 20. Are there national best practices in the development of simple and transparent investment products for consumers which can be shared?

Les pratiques françaises en matière d'épargne salariale (FCPE, PEE, actionnariat salarié dans les titres de l'entreprise) pourraient être partagées.

## Measures to develop and integrate capital markets - Attracting international investment

Please refer to the corresponding section of the Green paper  to read context information before answering the questions.

21. Are there additional actions in the field of financial services regulation that could be taken to ensure that the EU is internationally competitive and an attractive place in which to invest?

22. What measures can be taken to facilitate the access of EU firms to investors and capital markets in third countries?

## **Improving market effectiveness – intermediaries, infrastructures and the broader legal framework**

Please [refer to the corresponding section of the Green paper](#)  to read context information before answering the questions.

23. Are there mechanisms to improve the functioning and efficiency of markets not covered in this paper, particularly in the areas of equity and bond market functioning and liquidity?

- Yes
- No

Comments on question 23:

24. In your view, are there areas where the single rulebook remains insufficiently developed?



25. Do you think that the powers of the ESAs to ensure consistent supervision are sufficient?  
What additional measures relating to EU level supervision would materially contribute to developing a Capital Markets Union?

26. Taking into account past experience, are there targeted changes to securities ownership rules that could contribute to more integrated capital markets within the EU?

- Yes
- No

Comments on question 26:

27. What measures could be taken to improve the cross-border flow of collateral?

27.1 Should work be undertaken to improve the legal enforceability of collateral and close-out netting arrangements cross-border?

- Yes
- No

Comments on question 27.1:

28. What are the main obstacles to integrated capital markets arising from company law, including corporate governance? Are there targeted measures which could contribute to overcoming them?

Parmi les principaux obstacles recensés, figurent :

- l'usage insuffisant de la dématérialisation,
- la gouvernance d'entreprise qui reste trop du ressort exclusif des lois et normes nationales,
- les conflits de lois qui peuvent aboutir à une insécurité juridique pour une même entreprise,
- des difficultés structurelles et un certain manque de transparence dans la gouvernance d'entreprise de certains Etats Membres.

Les solutions pourraient consister à :

- améliorer la communication entre les entreprises, les actionnaires et les pouvoirs publics en encourageant et en simplifiant le recours à la dématérialisation dans les échanges d'information et les procédures (vote, participation aux AG, exercice des droits à l'information, formalités...), pour plus de rapidité, d'efficacité et à moindre coût,

L'Ordre des Experts-Comptables français a proposé de simplifier les modalités de convocations des assemblées générales des SARL et SA, en prévoyant la possibilité d'une convocation des associés par voie électronique dans les SARL, et la possibilité d'une convocation par voie électronique sans accord préalable des actionnaires dans les SA,

- renforcer la protection des droits et l'information des actionnaires notamment minoritaires (dans les procédures et les documents qui leur sont transmis), favoriser le regroupement d'actionnaires minoritaires pour leur permettre d'avoir des droits d'information supplémentaires et d'intervenir davantage dans la gouvernance et la stratégie de l'entreprise,
- favoriser l'harmonisation communautaire du droit des sociétés en termes d'agrément, d'apport, de condition de détention de titres, etc.,
- Rendre la Société Européenne plus attractive

29. What specific aspects of insolvency laws would need to be harmonised in order to support the emergence of a pan-European capital market?

30. What barriers are there around taxation that should be looked at as a matter of priority to contribute to more integrated capital markets within the EU and a more robust funding structure at company level and through which instruments?

A titre d'exemple on peut citer les mesures suivantes :

- Abaisser les seuils de définition d'une société associée pour l'application de la directive 2003/49/CE du 3 juin 2003 concernant les paiements d'intérêts et de redevances entre sociétés associées d'Etats membres différents

Rappel des dispositions applicables ; La directive « Intérêts/redevances » vise à éliminer les entraves liées aux retenues à la source en matière de paiements transfrontaliers d'intérêts et de redevances au sein d'un groupe de sociétés par la suppression des retenues à la source sur les paiements de redevances et d'intérêts provenant d'un Etat membre. Ces paiements d'intérêts et de redevances seront exonérés de tout impôt dans cet Etat, à condition que le bénéficiaire effectif du paiement soit une société ou un établissement stable d'un autre Etat membre. Les exonérations ne visent que les paiements entre sociétés associées définies de la manière suivante :

- lorsque l'une détient une participation directe d'au moins 25 % dans le capital de l'autre,
- ou lorsqu'une troisième société détient une participation directe d'au moins 25 % dans le capital de chacune des deux sociétés.

Mesure envisagée : Une solution consisterait à abaisser de 25 % à 10 %, à l'instar de la directive mère-filles, le seuil participation permettant de considérer que deux sociétés sont associées. A cet égard, la Commission a adopté une proposition de directive [COM(2011) 714 final] du 11 novembre 2011 visant à refondre la directive du 3 juin 2003, notamment en remplaçant la condition de détention directe de 25 % par une condition de détention directe ou indirecte de 10%.

Réduire le biais à l'endettement des entreprises par rapport aux capitaux propres en particulier pour les PME innovantes

Constat de certains experts : Depuis le début de la crise financière, le biais à l'endettement des entreprises, lié à la différence de traitement fiscal entre la déductibilité des intérêts et la non-déductibilité des dividendes, a été mis en avant sur l'agenda politique en matière de taxation.

Cette différence de traitement fiscal peut générer des distorsions au niveau des décisions financières prises par les entreprises, ayant pour effet un déséquilibre excessif dans les sources de financement et ainsi une sensibilité accrue aux chocs économiques.

Ceci peut aussi encourager les transferts internationaux des profits via l'adaptation des structures financières internes des groupes multinationaux. Dans le secteur financier, cela peut même avoir un effet néfaste et augmenter les risques systémiques.

Mesure envisagée : Une mesure consisterait à mettre en place un dispositif de déduction d'un intérêt « notionnel » à l'instar de :

- la Belgique qui, depuis le 1er janvier 2006, autorise toutes les sociétés soumises à l'impôt sur les sociétés à déduire de leur revenu imposable un intérêt fictif (« notionnel ») calculé sur leurs fonds propres et à un taux correspondant à la moyenne annuelle des taux

des obligations linéaires sur une durée de dix ans (OPO) publiés mensuellement et qui est depuis 2013, plafonné à 3% (3,5 % pour les PME)

;

- l'Italie qui a également introduit un système de déduction d'intérêts « notionnels » calculés sur l'augmentation des capitaux propres générés depuis deux ans.

Il convient d'observer que l'effet d'une telle mesure pourrait être neutralisé par les dispositions « anti-abus » de la directive 2014/96/UE dont l'article 4 prescrit aux Etats membres d'imposer les bénéfices distribués par une filiale d'un autre Etat membre dans la mesure où ils sont déductibles des résultats imposables de la filiale.

Pour limiter l'incidence de ces dispositions « anti-abus », il pourrait être envisagé de réserver l'application de cette mesure aux PME innovantes compte tenu de leur impact sur la croissance et le développement. A cet égard, le régime français des Jeunes entreprises innovantes (CGI, art. 44 sexies-0 A) a été classé, dans une étude européenne récente, comme la meilleure incitation fiscale pour la recherche et développement au sein de l'UE.

31. How can the EU best support the development by the market of new technologies and business models, to the benefit of integrated and efficient capital markets?

Identité électronique

Le règlement eIDAS va potentiellement doter chaque citoyen européen d'une identité électronique. La détention de cette identité forte, reconnue au travers de l'ensemble des pays européens, permet à un citoyen de se faire reconnaître des plateformes de financement. Ainsi identifié de façon certaine, les conditions de souscription d'un citoyen pourraient être assouplies compte tenu de l'abaissement des risques, de la traçabilité renforcée et de la sécurité renforcée des contrats en ligne qui en découle.

L'identité numérique ne serait pas obligatoire mais un facteur supplémentaire pour augmenter des plafonds de souscription, modifier des droits ou construire une communauté avec les souscripteurs permettant aussi des votes en lignes et donc une gouvernance dématérialisée.

En outre, si chaque entreprise dispose d'une identité électronique sécurisée il sera possible de déposer plus facilement des « petits » dossiers de financement en allégeant la procédure de création des dossiers sans diminuer la sécurité pour les souscripteurs.

Signature électronique

Il existe des réglementations différentes selon les pays européens pour les plateformes de financement. Le point commun est probablement la mise à disposition des informations sous forme de sites web, de tableaux divers et plus généralement de documents PDF. L'origine de ces documents est diverse mais aucune mesure d'intégrité ou de traçabilité ne sont obligatoires. La signature numérique des documents produits par l'entreprise permet de garantir leur origine. Cependant la signature par des tiers tels que les experts comptables ou les commissaires aux comptes apporte une garantie complémentaire quant à la validité et à l'origine des documents ou des projets.

32. Are there other issues, not identified in this Green Paper, which in your view require action to achieve a Capital Markets Union? If so, what are they and what form could such action take?

### 3. Additional information

---

Should you wish to provide additional information (e.g. a position paper, report) or raise specific points not covered by the questionnaire, you can upload your additional document(s) here:

## Useful links

Consultation details ([http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/capital-markets-union/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/capital-markets-union/index_en.htm))

Text of the green paper

([http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/capital-markets-union/docs/green-paper\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/capital-markets-union/docs/green-paper_en.pdf))

Specific privacy statement

([http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/capital-markets-union/docs/privacy-statement\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/capital-markets-union/docs/privacy-statement_en.pdf))

More on the Transparency register (<http://ec.europa.eu/transparencyregister/public/homePage.do?locale=en>)

---

## Contact

✉ [fisma-cmu-survey@ec.europa.eu](mailto:fisma-cmu-survey@ec.europa.eu)

---