

Paris, le 22 Novembre 2024

**TARGETED CONSULTATION DOCUMENT ASSESSING THE ADEQUACY OF MACROPRUDENTIAL
POLICIES FOR NON-BANK FINANCIAL INTERMEDIATION (NBFI)**

La Commission européenne a lancé en novembre 2024 une consultation ciblée sur l'adéquation des politiques macroprudentielles pour les acteurs non bancaires du financement (en anglais les *non-bank financial intermediation* ou NBFI) afin d'identifier les vulnérabilités et risques liés à ces acteurs.

L'Association Française des Trésoriers d'Entreprise – AFTE – créée en 1976, compte 1500 adhérents. Elle représente 1 000 membres actifs (trésoriers et responsables financiers), reflet de l'économie réelle, représentant 800 groupes et/ou entreprises industrielles, commerciales et de services, dans la plupart des secteurs de l'économie française. Sur les 68 questions de la consultation, l'AFTE, représentant les trésoriers d'entreprise, a fait le choix de répondre principalement aux questions liées aux marchés du financement court terme (Q30 à Q38).

AFTE Transparency register number : 4479912317-33

Préambule :

Compte tenu de la part croissante des acteurs non bancaires dans le financement de l'économie, l'AFTE se félicite de l'invitation de la CE à donner son avis sur les NBFI.

L'AFTE tient cependant à signaler que la définition de NBFI est très large et recouvre des catégories d'acteurs très différents, dont certains sont régulés (assurance, gestion d'actifs) et d'autres non. De plus, les acteurs européens sont déjà soumis à des réglementations qui lors des crises précédentes (covid en 2020) ont prouvé leur adéquation à des situations de stress. Dans ce contexte, l'AFTE recommande à la CE de bien évaluer les secteurs de risques et de ne pas alourdir les obligations d'acteurs déjà soumis à des règles macroprudentielles.

Dans un environnement où les entreprises vont devoir financer la transition climatique et la digitalisation, il est important de diversifier les sources de financements entre des établissements de crédit et des acteurs non bancaires. Cet équilibre sera nécessaire au développement de l'union des marchés de capitaux en Europe. Le rôle des acteurs non bancaires est notamment clé dans le financement des petites entreprises et des entreprises de taille intermédiaire.

L'AFTE soutient la position de l'EACT et celle de Paris Europlace.

Short-term funding markets

Le marché français présente une spécificité car le marché du NEU CP, sous-jacent des fonds monétaires, sont étroitement liés : les entreprises françaises utilisent d'un côté le marché du NEU CP pour se financer à court terme et de l'autre celui des fonds monétaires pour leurs placements et la gestion de la liquidité court terme. Les fonds monétaires sont un outil indispensable aux entreprises, tout particulièrement en temps de crise. Les entreprises françaises, qui ne doivent pas être comparées aux investisseurs institutionnels, investissent dans ce type de fonds qui présentent une diversification plus large de leur actif et ne sont pas investis uniquement en dettes publiques. Les fonds monétaires français sont également les investisseurs dans les titres de dettes court terme des entreprises françaises (NEU CP). Ils jouent un rôle clé dans le financement de l'économie. Toute mesure de restriction de la liquidité ou ayant un impact sur la rentabilité de ces fonds pénaliserait les entreprises, dans leur accès à la fois au placement court terme mais aussi au financement court terme.

Question 30. What would be the benefits and costs of creating a framework or a label in EU legislation for certain money market instruments (such as commercial papers) to increase transparency and standardization? Should the scope of eligible instruments to such framework/label be aligned with Article 3 of Directive 2007/16/EC60? If not, please suggest what criteria would you consider for identification of eligible instruments.

Pour les entreprises, l'accès à des marchés profonds et liquides pour les instruments du marché monétaire est d'une importance cruciale pour répondre à leurs besoins de financement à court terme et gérer leur trésorerie. Une intervention réglementaire qui entraînerait un processus d'émission plus complexe, plus lourd ou plus coûteux pour les entreprises augmenterait les barrières à l'entrée sur le marché et aurait une incidence négative sur sa liquidité.

Le marché NEU CP, basé à Paris et supervisé par la Banque de France, nous semble être un très bon modèle pour le futur cadre européen. Il offre un cadre réglementaire simple et de la transparence. Toutes les statistiques sont disponibles sur le site de la Banque de France. Cet engagement des autorités françaises a été un élément important dans le succès du marché du NEU CP.

La création d'un cadre simple et flexible visant à renforcer la transparence et la normalisation sur les marchés du papier commercial de l'UE, présenterait plusieurs avantages et conduirait probablement à une amélioration de la liquidité et à une plus grande profondeur des marchés : réduction de la charge administrative et des coûts pour les entreprises qui souhaitent émettre des CP sur plusieurs marchés de l'UE. Cela faciliterait aussi l'accès à ces marchés pour des petits émetteurs et des sociétés non européennes.

L'AFTE soutient l'harmonisation et la normalisation à l'échelle de l'UE. Cette normalisation pourrait aussi être réalisée en reconnaissant les documents d'information pour les labels existants, tels que le label STEP (Short-term European Paper), largement utilisé, dans l'ensemble de l'UE. Pour établir une telle norme, toutes les autorités nationales compétentes (ANC) seraient tenues d'accepter un seul document d'information simple afin de créer une norme harmonisée unique à l'échelle de l'UE.

En outre, la variation des cycles de règlement sur les marchés des CP basés dans l'UE, allant du règlement le jour même à T+2, est un autre domaine dans lequel une harmonisation serait la bienvenue.

Question 31. Would the presence of a wider range of issuers (notably smaller issuers) to fund themselves on this market, and therefore diversify their funding sources, be beneficial or detrimental to financial stability?

Pour les entreprises, l'accès à des marchés profonds et liquides pour les instruments du marché monétaire est d'une importance cruciale pour répondre à leurs besoins de financement à court terme et gérer leur trésorerie. De plus, les trésoriers des entreprises apprécient fortement l'interaction avec des contreparties financières bien réglementées et résilientes dans un environnement financier fiable.

Ces dernières années, des émetteurs de plus petite taille et des émetteurs non notés ont eu accès à ce marché qui leur a permis d'accéder à de nouveaux investisseurs, pour des financements à court terme souvent plus compétitifs que le financement bancaire à CT.

Dans ce contexte, nous pensons qu'un nombre plus élevé et un éventail plus diversifié d'émetteurs, y compris de petites entreprises, auraient un impact positif sur la profondeur et la liquidité des marchés et sur la diversification des expositions dans le système financier.

Le fait d'autoriser un plus grand nombre d'émetteurs à utiliser les marchés des CP de l'UE permettrait aux investisseurs d'accéder à un plus large éventail d'options d'investissement, avec des profils de risque et des primes de risque différents, ce qui réduirait la concentration des expositions des investisseurs à la dette à court terme et pourrait attirer davantage d'investisseurs sur les marchés des CP de l'UE. Cela permettrait aux entreprises d'accéder à un éventail plus large et plus diversifié d'options de financement, ce qui leur permettrait de gérer plus efficacement leurs besoins de liquidité et de réduire potentiellement leur dépendance à l'égard des prêts bancaires pour leurs besoins de financement à court terme.

Des exigences de transparence harmonisées et la normalisation (voir également la réponse à la question 30) pourraient aider les petits et moyens émetteurs à accéder aux marchés des CP, tandis que les investisseurs, notamment les fonds monétaires, doivent toujours évaluer le profil de risque de leurs investissements.

Au cours des dernières années, la réglementation financière a conduit à une concentration de l'industrie. La réglementation des fonds du marché monétaire (MMF) a encouragé une plus grande analyse de crédit en interne, les grands fonds du marché monétaire accueillant uniquement de grandes équipes d'analystes. De plus, les politiques internes de risque (et un besoin constant de contrôle des coûts) ont encouragé les analystes internes à ne couvrir que les quelques plus grands émetteurs de NEU CP, résolvant ainsi leur problème de ratio de concentration sur les petits programmes NEU CP.

En conséquence, le nombre d'émetteurs et le volume des émissions ont atteint un plateau et le risque que les petits émetteurs se détournent du marché des NEU CP s'ils ne trouvent pas suffisamment d'investisseurs a considérablement augmenté au cours des 2 dernières années. Il est préjudiciable au bon fonctionnement des marchés financiers car le programme NEU CP est un outil de financement extraordinaire pour un large éventail d'émetteurs, avec beaucoup de données de marché et de statistiques grâce au travail de la Banque de France. C'est aussi un moyen de financer l'économie réelle et offre des opportunités de diversification de financement aux entreprises de tailles diverses.

Nous pensons qu'il est essentiel de préserver et de pousser plus loin l'ouverture du marché des NEU CP à un éventail d'émetteurs aussi large et diversifié que possible. Donner accès à un large éventail d'émetteurs peut favoriser la stabilité financière.

Question 32. What are your views on why euro-denominated commercial papers are in large part issued in the 'EUR-CP' commercial paper market outside the EU? What risks do you identify? Please provide quantitative and qualitative evidence, if possible.

Le choix du marché pour l'émission de titres de créance à court terme pour les entreprises est étroitement lié à l'héritage historique, à l'établissement de relations entre les courtiers, la connaissance de la documentation requise et du cadre juridique applicable. Par conséquent, certaines entreprises de l'UE et la plupart des entreprises non européennes ont une préférence historique pour l'émission de CP libellées en euros sur le marché des CP en euros, malgré l'importance croissante des marchés nationaux tels que les NEU CP français.

Cette pratique n'a pas connu de changement significatif après le Brexit, notamment en raison de la perception selon laquelle les marchés basés dans l'UE restent nationaux plutôt qu'à l'échelle de l'UE. En outre, le manque d'efficacité perçue ou les coûts associés liés à un abandon du marché de la PC en euros contribuent à cet héritage.

Il est donc nécessaire de rendre les marchés du CP basés dans l'UE plus attrayants et atteindre une plus grande échelle, notamment :

- remédier à la fragmentation réglementaire et renforcer l'harmonisation des différents marchés de l'UE, notamment par la standardisation de la documentation et des pratiques de règlement, tout en préservant la simplicité (voir également la réponse à la question 30) ;
- rationaliser les processus de documentation et de due diligence et évaluer les coûts associés à l'accès aux marchés des CP basés dans l'UE dans le but d'accroître leur attractivité pour les émetteurs et les investisseurs ;
- tirer parti de l'innovation technologique pour rendre l'émission plus facile et plus efficace ;
- évaluer les mesures visant à parvenir à une plus grande centralisation des marchés de l'UE dans le but de développer un marché ayant une portée européenne plutôt que nationale.

Question 33. What could be done to improve the liquidity of secondary markets in commercial papers and certificates of deposits?

Les institutions financières jouent un rôle clé dans l'amélioration de la liquidité des marchés secondaires et doivent devenir plus actives en tant que teneurs de marché pour toutes les catégories d'investisseurs.

En outre, les plateformes de négociation et les améliorations technologiques, notamment la digitalisation du marché du papier commercial sont susceptibles d'accroître l'activité et l'attractivité de ce marché.

Question 34. Considering market practice today, is the maturity threshold for 'money market instruments' (up to 397 days) in the Eligible Asset Directive 2007/16 sufficiently calibrated for these short-term funding markets?

Le seuil de maturité fixé à 397 jours nous semble approprié. Il est important pour les entreprises que les produits soient qualifiés en catégorie court terme, pour être éligible à la définition de *cash et cash equivalent* et venir en déduction de la dette nette.

Question 35. Do you think there is a risk with the high concentration of this market in a few investors (MMF and banks)? Please elaborate.

Les trésoriers d'entreprise sont toujours en faveur d'un éventail large et diversifié d'investisseurs. L'intervention réglementaire ne devrait donc pas réduire le nombre ou les types de ces contreparties, ce qui augmenterait le degré de concentration du marché chez quelques investisseurs.

Les investisseurs ayant aussi des limites de concentration, il ne faudrait pas qu'une réglementation excessive oblige les entreprises à explorer des alternatives plus risquées et moins bien réglementées et/ou les pousse vers des fonds monétaires américains ou d'autres fonds monétaires en livre sterling, ce qui aurait un impact négatif sur l'économie européenne et la stabilité financière.

Question 36. How could secondary markets in these money market instruments attract liquidity and a more diverse investor base, while relying less on banks buying back papers they have helped to place?

Il s'agit principalement d'un marché *Buy and hold* Compte tenu du caractère court terme de ce marché, l'AFTE ne voit pas l'émergence d'un marché secondaire profond et liquide.

Question 37. What are the benefits and costs of introducing an obligation to trade on trading venues (regulated markets, multilateral trading facilities and organized trading facilities) for such instruments?

L'AFTE salue les initiatives qui visent à accroître l'attractivité des plates-formes de négociation basées dans l'UE, mais déconseille d'imposer une obligation de négocier sur de telles plates-formes pour le marché du financement court terme. Les entreprises souhaitent conserver la possibilité négocier des titres de papier commercial de gré à gré (OTC) par l'intermédiaire d'intermédiaires financiers, notamment en raison de la possibilité de structurer les produits de manière personnalisée, en tirant parti de relations de longue date avec les intermédiaires et en bénéficiant de coûts de mise en conformité inférieurs à ceux des plates-formes de négociation. En effet, le recours à de telles plates-formes engendrerait des coûts supérieurs aux bénéfices, à commencer par le coût d'installation et de connexion.

Question 38. Can the possibility to trade on a regulated venue increase the chances of secondary market activities in a systemic event, for instance by acting as a safety valve for funds that need to trade these assets before maturity (especially when facing strong redemption pressures, like for MMFs)?

Les entreprises françaises ont recours au marché du NEU CP qui offre au quotidien une souplesse d'accès, une rapidité d'émission tout en étant supervisé par la Banque de France. Toute considération réglementaire qui pénaliserait la simplicité d'accès à ce marché pour les entreprises aurait une conséquence négative sur la liquidité. L'AFTE n'est pas favorable à transférer ce marché sur des marchés réglementés.

Les entreprises françaises investissent dans les fonds monétaires pour la sécurité et la liquidité. Toute mesure qui pourrait remettre en cause ces principes pénaliserait les entreprises.

- **Accès à la liquidité/ et aux placements :** les fonds monétaires animent le marché du financement court terme (NEU CP) et des placements, outils indispensables aux entreprises dans le cadre de la gestion de leur liquidité. Une réglementation excessive du marché monétaire pourrait conduire à terme par effet ricochet à la fermeture du marché du financement court terme, pourtant outil indispensable de diversification des financements pour les entreprises. Par ailleurs, dans un environnement de marché volatil caractérisé par une augmentation de la fréquence des crises financières et/ou économiques, les entreprises ont appris à constituer des réserves de liquidité conséquentes depuis 2008 et ce paramètre de la gestion financière se maintiendra. Cela leur permet en particulier de gérer leur cycle de trésorerie dans l'année. Dès lors, il est indispensable que les entreprises non financières disposent d'un éventail de produits de placement suffisamment profond et liquide, et dont la résilience et la liquidité est avérée.
- **Souplesse :** les entreprises ont recours au marché des fonds monétaires dans un souci de souplesse à la fois dans leurs besoins de financement du BFR, et pour diversifier le risque de contrepartie, notamment bancaires. L'absence de frais d'entrée et de sortie contribue à conserver la souplesse d'utilisation de ces outils, indispensables pour les entreprises pouvant avoir à faire face rapidement à des besoins de liquidité, et d'autant plus en cas de crise. Le libre accès à la liquidité doit en effet permettre aux entreprises de faire face à leurs engagements financiers, comme le paiement de leurs factures, et surtout en cas de crise.