

L'Union des marchés de capitaux : une mise en perspective

Par Christian de BOISSIEU

Professeur émérite à l'Université de Paris I Panthéon-Sorbonne

L'Union des marchés de capitaux (UMC) constitue, avec l'Union bancaire, l'un des programmes majeurs de l'Europe financière. Elle vise à doper l'investissement, la croissance et l'emploi, grâce à une meilleure efficacité et à une intégration accrue des marchés financiers européens. L'objet de cet article est d'analyser les objectifs de l'UMC, ses voies et moyens, avant d'évoquer les défis à surmonter afin de réaliser cet ambitieux projet.

C'est en septembre 2015 que la Commission européenne, après quelques travaux préparatoires, a publié le plan d'action sur l'Union des marchés de capitaux (UMC, CMU en anglais). L'objectif affiché a été, dès le départ, ambitieux et clair : « renforcer l'économie européenne et stimuler l'investissement pour créer des emplois ». Depuis, ce plan d'action a été complété et décliné par grands thèmes, à de nombreuses reprises.

L'UMC n'est pas tout à fait le complément de l'Union bancaire (UB), qui a démarré en novembre 2014 avec la mise en œuvre du Pilier 1 (la supervision des banques à l'échelle européenne), puis s'est enrichie, à partir de janvier 2016, avec la mise en place du Pilier 2 (la résolution des banques à l'échelle européenne). Ce n'est pas son complément parce que les aires de référence des deux programmes ne se recouvrent pas : puisque l'UMC concerne l'UE, alors que l'UB s'adresse aux pays de la zone euro. Il a été cependant dit que l'UB était aussi ouverte, s'ils le souhaitent, aux pays de l'UE hors euro. Certains d'entre eux ont paru manifester de l'intérêt, mais cela n'est guère allé plus loin. En pratique, on imagine difficilement de participer à l'UB sans être dans l'euro.

Le plan d'action de l'UMC a donc été publié neuf mois avant le vote du Brexit. Il faut bien garder en tête – et nous y reviendrons – que le projet a été conçu sous l'hypothèse que le Royaume-Uni et la City seraient pleinement parties prenantes à l'opération ; il faut aujourd'hui recalibrer les objectifs et les voies et moyens de l'UMC dès lors que l'on se trouve dans l'hypothèse contraire.

Après avoir rappelé les objectifs principaux de l'UMC, nous évoquerons la multiplicité et la diversité des voies avancées pour atteindre ces objectifs, mais aussi les défis à relever et les retards dans sa mise en œuvre.

Des objectifs pertinents et ambitieux

Une réponse au contexte économique européen

Jusqu'à une période récente, les défis économiques et

sociaux majeurs de l'Europe ont été l'insuffisance de la croissance et le chômage de masse. Malgré une reprise plus forte qu'attendu, le constat reste en grande partie pertinent en 2018. Car la croissance potentielle, ancre autour de laquelle fluctue la croissance effective, reste modique et les projections pour l'avenir ne sont pas vraiment brillantes. En France comme en Allemagne, comme pour la moyenne de la zone euro, la croissance potentielle est estimée entre 1 et 1,5 % par an (les estimations dépendent non seulement des pays, mais aussi des modèles utilisés pour chaque pays). En Allemagne, la démographie pèse sur la croissance potentielle, malgré l'immigration de ces dernières années. En France, notre croissance potentielle est handicapée par notre sous-compétitivité et par certaines rigidités (en voie d'atténuation avec les réformes structurelles mises en œuvre depuis 2017) du marché du travail.

L'UMC peut contribuer à relever la croissance potentielle en Europe, et par là même la croissance effective et l'emploi. C'est un projet qui vise à mettre la finance au service de l'économie réelle, en dopant l'investissement et l'emploi. Il ne faut pas non plus en attendre des miracles : l'UMC vient s'ajouter aux réformes structurelles dans les pays membres ; elle ne doit en aucune manière prétendre se substituer à elles.

Renforcer l'efficacité et la compétitivité des marchés financiers européens

Pour les marchés financiers, le volume traité est un argument décisif. Car les économies d'échelle se manifestent presque sans limites, permettant ainsi d'abaisser les coûts de transaction unitaires. Car la profondeur du marché conditionne aussi sa liquidité, évaluée par référence à l'activité (*turnover*) du marché secondaire, et qui, avec la crise, est devenue un déterminant essentiel des choix de portefeuille.

Or, les marchés financiers en Europe, à l'exception de la City, sont très loin des marchés américains en termes de

volumes, de profondeur et de liquidité. Cela tient en partie à leur fragmentation. L'UMC vise donc à combler une part de ce décalage, ce qui devrait avoir des conséquences sur l'attractivité de l'Europe en matière d'investissements de portefeuille, mais aussi sur la formation des taux d'intérêt. Aujourd'hui encore, la causalité va des taux longs américains vers les taux longs européens (et non l'inverse), toutes les études empiriques le confirment. Le jour où nos marchés financiers en Europe continentale pourront vraiment rivaliser avec les places financières américaines, le sens de la causalité pour les taux sera moins univoque. Derrière les volumes et la liquidité se profile la notion d'efficacité au sens de Fama : les prix sur le marché reflètent-ils instantanément et sans biais l'information disponible ? Pour la compétitivité internationale d'une place financière, son degré d'efficacité est essentiel. Dans le plan d'action de la Commission européenne sur l'UMC, il est d'ailleurs plutôt question d'« efficacité » des marchés financiers, mais, en pratique, cela fait aussi référence à l'efficacité au sens de la théorie financière.

Approfondir l'intégration financière en Europe

La crise de la zone euro depuis 2010 a renforcé la fragmentation financière dans ce qui devrait être le marché unique des capitaux et des services financiers : augmentation considérable des *spreads* de taux (calculés par référence aux taux allemands) pour les pays « mailloons faibles » de la zone, avec des pics en 2011-2012, lorsque la Grèce a failli sortir de l'euro ; tendance accrue des investisseurs à rester sur leur marché domestique, ce qui signifie que le « biais domestique » dans les choix de portefeuille, qui existe partout, a été accentué par la crise intra-européenne.

L'UMC veut contrecarrer ces forces centrifuges en luttant contre la fragmentation, et donc, en dopant l'intégration financière dans l'UE. Cela veut dire aussi favoriser les transferts et le recyclage de l'épargne des pays et des régions à capacité de financement vers les pays et régions à déficit de financement. On présente souvent cet objectif comme des transferts de l'Europe du Nord vers le Sud de l'Europe. C'est en partie vrai, mais un peu trop simplificateur si l'on se plonge dans les statistiques de chaque pays membre... Le défi est ici plus politique que financier. On peut toujours mettre en place les bonnes institutions financières et les bons véhicules financiers pour organiser de tels transferts. Les pays à excédent d'épargne sont ceux-là mêmes qui affichent un excédent courant structurel, alors que les pays en déficit d'épargne sont aussi, par définition, en déficit courant chronique. L'Allemagne, forte d'un double excédent (extérieur et d'épargne), est-elle, politiquement et culturellement, prête à financer une partie de l'Europe du Sud, voire un pays comme la France ? Le blocage du pilier 3 de l'UB – la mise en place d'une garantie européenne des dépôts – par l'Allemagne et quelques pays qui la suivent souvent (Pays-Bas, Finlande...) permet d'en douter. Si les Allemands ne veulent plus payer pour les « autres », cela veut dire que le recyclage intra-européen de l'épargne, qu'il soit fait par des circuits privés ou par des institutions publiques, sera plus compliqué à réaliser que ne le postule le plan d'action de l'UMC.

Accompagner le mouvement de désintermédiation

L'Europe est entrée depuis peu dans une nouvelle phase de désintermédiation des financements, après celle des années 1980-1990. Le mouvement tient aux contraintes renforcées pesant sur les financements bancaires avec le dispositif Bâle III, mais aussi à l'essor d'une nouvelle finance (finance participative ou *crowdfunding*, *fintechs* de façon générale...). Dans leurs analyses comparatives des systèmes financiers, les économistes distinguent et opposent deux modes de financement : par les banques ou par les marchés (financements désintermédiés). Pour mieux saisir la réalité, il convient aujourd'hui de considérer trois types de financement : par les banques, par les marchés ou par des fonds (*hedge funds*), des fonds d'investissement (*private equity*), des fonds monétaires, des fonds immobiliers... Certains de ces fonds sont rattachés à des banques : dans ce cas, ils relèvent des financements bancaires. Mais d'autres, indépendants des intermédiaires financiers, constituent des financements non bancaires.

L'UMC vise donc à accompagner et même à accélérer un mouvement de désintermédiation en Europe continentale qui, de toute façon, aurait eu lieu. L'essor des financements non bancaires va faire des gagnants et des perdants. Il représente ainsi un défi pour les PME, qui sont très dépendantes des financements bancaires, parce qu'elles ont moins aisément accès à des financements de marché. On comprend donc que l'UMC comporte un volet PME – nous y reviendrons plus loin –, ce qui permettra de « gérer » et de corriger un peu les conséquences spontanées de la désintermédiation.

Promouvoir les financements à long terme

Mettre la finance au service de l'économie réelle, cela veut dire se préoccuper aussi de l'horizon temporel des financements. Sans entrer dans les détails, on s'attend à ce que Bâle III, via ses deux ratios de liquidité, réduise les financements bancaires à long terme. Le paradoxe est que nous entrons dans un monde où nous aurons de plus en plus besoin de financements longs : pour financer le développement durable, la lutte contre le changement climatique, les objectifs de la COP21, des infrastructures de toute nature... L'UMC vise à encourager de tels financements longs. Mais il ne suffit pas de le vouloir. Encore faut-il que les marchés financiers, souvent accusés de myopie, soient incités par des leviers publics appropriés (en particulier, par le levier fiscal) à allonger leur horizon de référence. Du côté des financements par les fonds, certains sont par nature de court terme (fonds monétaires, *hedge funds*...), tandis que d'autres s'inscrivent dans une perspective de moyen-long terme (par exemple, des fonds de *private equity*).

Des axes nombreux, diversifiés et complémentaires

La relance de la titrisation en Europe

Sans titrisation, c'est-à-dire sans possibilité de revendre des crédits avant leur échéance sur un marché secondaire, les banques seraient beaucoup plus réticentes à accorder des crédits et, par voie de conséquence, à financer le « long terme » (habitat...). Relancer la titrisation, mécanisme qui fait la jonction entre les banques et les mar-

chés, c'est nécessaire – mais pas suffisant – pour conforter la désintermédiation tout en facilitant la gestion par les banques de leurs engagements.

Il faut, ensemble, tirer les leçons de la crise mondiale. La titrisation d'avant 2007, aux États-Unis comme ailleurs, était trop complexe, pas assez transparente ; les agences de notation ont eu tendance, de ce fait, mais aussi pour d'autres raisons, à sur-noter les véhicules de titrisation.

Tirer les leçons de la crise, cela veut dire partir sur de nouvelles bases. Dans le cadre de l'UMC, la Commission européenne promeut une titrisation STS : « simple, transparente, standardisée ». Difficile d'être en désaccord... Simplement, qui va décerner ce label STS ? On aurait pu penser à l'ESMA, le régulateur financier au niveau européen, voire aux agences de *rating*, à condition qu'elles ne renouvellent pas les erreurs d'avant 2007. Il a été décidé que ce serait l'établissement à l'origine de la titrisation qui s'auto-décernerait *ex ante* ce beau label, l'ESMA n'intervenant au mieux qu'*ex post*. On verra à l'usage ce que donnera cette formule. Disons, sans ouvrir de procès d'intention, qu'elle engendre le risque d'un réel conflit d'intérêt pour l'initiateur de la titrisation.

Le volet PME

Dans nombre de pays européens, la croissance et l'emploi sont positivement indexés sur la santé des PME, qui, elle-même, dépend de leur capacité à se financer. L'UMC doit veiller à ce que les PME trouvent intérêt à l'essor des marchés financiers, ce qui, nous l'avons vu, n'a *a priori* rien d'évident.

Développer les financements non bancaires pour les PME suppose de surmonter des obstacles structurels pesant tant sur l'offre que sur la demande de titres. Du côté de l'offre, les responsables de PME peuvent hésiter à ouvrir même une part infime de leur capital, de peur de faire entrer « le Cheval dans Troie », autrement dit d'être confronté à des défis de gouvernement d'entreprise. L'UMC ne peut pas prétendre proposer une parade efficace. Dans tous nos pays, le seuil minimum d'ouverture du capital lors d'une introduction sur le compartiment PME (Alternext pour Euronext, etc.) a été progressivement abaissé, sans que cela se traduise par une multiplication des introductions par les PME. L'axe privilégié dans l'UMC consiste à abaisser les coûts de transaction pour les PME venant se financer en Bourse. C'est à cette fin que la directive Prospectus a été révisée, allégeant des contraintes et donc les coûts pour les entreprises candidates.

Du côté de la demande de titres, les investisseurs ne se bousculent pas pour investir dans les PME malgré les avantages fiscaux consentis (comme dans le cas de la France) : trop de risques, pas assez de transparence, pas assez de liquidité sur le marché secondaire des titres PME. Même lorsque ces titres sont accessibles *via* des supports mutualisés et bancarisés, le succès est loin d'être au rendez-vous (voir le faible appétit, en France, pour le PEA PME, malgré ses avantages fiscaux).

Des véhicules financiers européens

Plusieurs initiatives ont été prises pour instaurer des produits d'épargne de dimension européenne.

Les fonds de capital-risque européen (EuVECA pour *European Venture Capital Funds*) ont été introduits par un règlement européen de 2013, donc avant le lancement de l'UMC. Ils visent à promouvoir le financement des sociétés non cotées auprès de clients, professionnels ou non, qui s'engagent à investir au moins 100 000 euros. Un accueil mitigé, pour diverses raisons : manque de transparence sur les risques encourus, hétérogénéité des PME cibles... Ces freins sont accentués par la dimension européenne du placement, qui accentue les obstacles déjà rencontrés au plan national. L'UMC est l'occasion d'une relance des fonds EuVECA, sur des bases un peu adaptées. L'argumentaire est identique pour les fonds EuSEF (*European Social Entrepreneurship Funds*), eux aussi lancés en 2013 et qui vont peut-être trouver dans l'UMC l'occasion d'une relance.

Les fonds européens d'investissement de long terme (en anglais, ELTIF) ont, quant à eux, un potentiel intéressant. Lancés en 2015, en étroite association avec l'UMC, ils visent à apporter des financements longs en faveur de projets d'infrastructures, de sociétés non cotées et même de PME cotées en Bourse. Aujourd'hui, les fonds ELTIF sont agréés non pas par l'ESMA, mais par le régulateur financier national. En France, l'AMF, en mai 2018, avait déjà agréé, depuis 2016, 9 véhicules ELTIF. Au plan européen, il faut saluer l'assouplissement de la directive Solvabilité II en liaison avec ce véhicule financier : désormais, la charge en fonds propres pour les compagnies d'assurance qui investiraient dans des fonds ELTIF est réduite en comparaison de la réglementation initiale.

Par ailleurs, l'Europe a décidé d'harmoniser la réglementation de la finance participative (*crowdfunding*). L'initiative doit être saluée, tant les réglementations nationales sont, jusqu'à présent, différentes et tant les plateformes de finance participative ne connaissent pas de frontières. La Commission européenne a mis en consultation en 2018 une proposition de règlement sur le financement participatif, avec l'idée d'aboutir d'ici à la fin de l'année. Les débats en Europe sur ce texte portent sur le plafond des projets financés, sur le futur rôle de l'ESMA en la matière... Les enjeux pour notre pays ne sont pas négligeables, puisque la France est le deuxième marché du financement participatif en Europe, après le Royaume-Uni.

Enfin, à l'origine même de l'UMC se trouve le projet de création d'un produit d'épargne-retraite européen. Sur cette ambitieuse entreprise, nous avons guère progressé. Il faut dire que les conditions à remplir sont exigeantes. En particulier, un tel produit n'a de sens que s'il peut s'appuyer sur une harmonisation fiscale totale, dans l'UE, le concernant. Donc, une bonne idée, mais une réalisation hautement problématique.

Lien entre l'UMC et le plan Juncker

Catalyser le transfert de l'épargne vers les projets d'investissement afin de doper l'investissement et la croissance, telle est l'idée générale de l'UMC. Telle est également la philosophie du plan Juncker annoncé en juillet 2014, donc avant l'UMC, avec laquelle il doit désormais être articulé.

Le plan Juncker, qui devait aller jusqu'en 2018, a été prolongé jusqu'en 2020 et amplifié pour passer de 315 mil-

liards d'euros de financements publics et privés à 500 milliards au total sur la période. Il s'adosse à la BEI, en particulier au Fonds européen pour les investissements stratégiques (FEIS) pour l'essentiel géré par la BEI. Les cibles visées sont les mêmes que celles de l'UMC : il s'agit de financer des projets d'infrastructures, des PME ou ETI innovantes, la transition énergétique...

Les défis de la mise en œuvre

Une première évaluation de l'UMC

Au départ, l'UMC se déclinait en trente-trois actions. La Commission européenne estime que la moitié d'entre elles ont été réalisées avant la fin 2016. En juin 2017, y ont été ajoutées neuf actions prioritaires (portant sur les *fintechs*, la finance durable, les investissements transfrontières...) à propos desquelles il est trop tôt pour tenter la moindre évaluation.

Par-delà l'approche formelle qui consiste à faire le décompte de ce qui a vraiment démarré, il faut constater un retard à l'allumage sur des points essentiels. Depuis 2017, l'UMC fait du surplace, comme si les priorités des pays membres étaient ailleurs. Comment expliquer ce constat ? Plusieurs facteurs se conjuguent, sans qu'il soit aisé de les hiérarchiser : la difficulté politique (et non technique) d'achever l'UB ; le retour de la croissance dans la zone euro qui, sans être fantastique, est meilleure que prévu et qui atténue, à court terme mais certainement pas dans le long terme, l'argument d'une croissance plus forte ; les tensions internationales qui occupent et préoccupent les décideurs européens ; etc. C'est justement la teneur du contexte international – tout particulièrement les décisions unilatérales de Donald Trump et l'extraterritorialité des règles américaines – qui devrait inciter l'Europe à aller de l'avant, à parachever l'UB et à concrétiser l'UMC.

Un contexte macrofinancier probablement moins favorable

L'UMC a été conçue dans un contexte où la Réserve fédérale américaine était en train de mettre un terme à sa politique non conventionnelle. Il va falloir la faire vivre dans une configuration différente des taux d'intérêt : la Fed a déjà remonté à plusieurs reprises ses taux directeurs, dans un mouvement inachevé à la date de mai 2018, et la BCE va probablement commencer à resserrer sa politique à compter de la fin de 2018 ou du début de 2019. Par ailleurs, le programme de relance budgétaire et fiscale de Donald Trump, en creusant le déficit budgétaire fédéral et en augmentant l'inflation, va renforcer la montée, déjà bien entamée, des taux longs américains. Si tel est le cas, les taux longs européens connaîtront également une hausse, même si elle pourra être partiellement amortie par la bonne tenue de l'euro. D'où la nécessité pour la BCE, les régulateurs et tous les professionnels des marchés de se préparer aux conséquences financières de la « normalisation » des taux. La liquidité va devenir encore plus déterminante pour la résilience des marchés obligataires face à la montée des taux longs. Un tel argument ne doit pas décourager les acteurs de l'UMC. Il doit les inciter à tenir compte du contexte macrofinancier prévisible pour les années à venir afin de calibrer, en conséquence, les objectifs et les voies et moyens du projet majeur qu'est l'UMC.

L'UMC sans la City

Avec le Brexit, le Royaume-Uni va perdre le passeport européen de manière générale, mais avec des implications spécialement fortes dans le domaine bancaire et financier. Devenu « pays tiers », il devra négocier « l'équivalence » avec l'UE à vingt-sept, la négociation en cours consistant à savoir s'il s'agira d'une équivalence globale (*l'enhanced equivalence* demandée par la partie britannique) ou bien d'une équivalence au cas par cas (activité par activité), position défendue par Michel Barnier au nom de l'UE à vingt-sept.

Dans tous les cas de figure, la perte assurée du passeport européen alimente déjà un mouvement de relocalisation d'activités de Londres vers l'Europe continentale. Cela pourrait être en principe favorable aux ambitions de l'UMC, à deux nuances significatives près. En premier lieu, la sortie de Londres de l'UMC va faire perdre au projet le volume d'activité, l'expertise et les talents de la City. En second lieu, les places d'Europe continentale ont tout intérêt à jouer la carte de la coopération entre elles plutôt que celle de l'affrontement. Or, aujourd'hui, c'est ce dernier scénario qui prédomine si l'on considère la concurrence à outrance entre Euronext et la DTB allemande, ou bien la bataille des places financières à propos de la possible ou plutôt de la probable relocalisation sur le continent des CCP (chambres de compensation) en euros actuellement à Londres. L'équilibre à trouver entre concurrence et coopération entre les places financières hors Londres (Francfort, Paris, Luxembourg, Dublin...) va être crucial pour fixer les vraies ambitions de l'UMC.

Quel rôle pour l'ESMA ?

Il doit exister un parallélisme fort entre l'intégration des marchés et l'organisation de la supervision. La contrepartie logique de l'UMC, c'est un élargissement des compétences et des moyens de l'ESMA. La tendance n'a d'ailleurs pas attendu l'UMC, puisque beaucoup de compétences ont été graduellement transférées au régulateur financier européen : agrément et surveillance des agences de notation, agrément des TR (*trade repositories*), multiplication des *guidelines* concernant la mise en œuvre des directives et règlements européens, etc. La logique de l'UMC pousse à accélérer les transferts de compétences des régulateurs-superviseurs nationaux vers l'ESMA : pour les CCP, les fonds européens (EuVCA, ELTIF...), les plateformes de finance participative transnationales... En mai 2018, le Parlement européen a adopté une résolution organisant le contrôle de l'ESMA sur les CCP en euros de Londres, après le Brexit. À suivre de près : pour voir si cette proposition se concrétisera.

Au nom de leur souveraineté nationale ou plus exactement de ce qu'il leur en reste, certains pays membres, et non des moindres, freinent lesdits transferts vers le régulateur européen, au risque de verser dans certaines incohérences. Ou bien – scénario le plus favorable et pour lequel il faut se battre – les Européens croient encore à l'UMC, et se donnent donc les moyens de la réaliser en acceptant les implications institutionnelles et politiques. Ou bien, avec un supplément de hésitations, voire de l'impuissance de l'UE, ils déclarent forfait. L'entre-deux n'est pas une option, et l'ambiguïté n'est ici, dans la durée, en aucune manière constructive.