

Faut-il plus de marché et moins de crédit ? *Gilles Kolifrath, Avocat Associé, Kramer Levin*

Thomas Grjebine, économiste au Centre d'études prospectives et d'informations internationales (CEPII), constate que le modèle économique européen est fondé sur un financement de l'économie par les banques (le crédit), ce qui le différencie du modèle de financement existant aux Etats-Unis reposant sur les marchés (émission d'actions ou d'obligations). A titre d'illustration, il confirme que le crédit bancaire représente moins d'un cinquième du financement total de l'économie aux Etats-Unis contre plus de 50 % dans la zone euro. Il note d'ailleurs que le financement par les marchés est une tradition ancienne aux Etats-Unis. La part des obligations représentait déjà 54 % de la dette des entreprises dans les années 1950.

Si, d'après les études récentes de l'histoire économique, il n'est pas avéré qu'un système financier reposant sur les marchés serait plus favorable à la croissance à long terme qu'un modèle reposant sur les banques, on pourra constater que l'organisation du système financier peut avoir un impact important lors des phases de reprise économique, notamment suite à des crises bancaires. Toujours d'après Thomas Grjebine, lorsque les banques sont défaillantes, l'existence d'un marché obligataire permet en effet aux entreprises de trouver une source de financement alternative au crédit bancaire. Ceci peut permettre aux entreprises d'investir de nouveau et donc aux économies de repartir plus rapidement¹.

Certaines études récentes soulignent en effet que l'économie américaine a retrouvé plus rapidement les chemins de la croissance, après la récession de 2008-2009 grâce à son système financier qui lui a notamment permis de substituer du financement obligataire au financement bancaire². Du fait de la crise, les banques étaient en grande difficulté. L'existence d'un marché obligataire développé a permis aux entreprises américaines de trouver facilement une source de financement alternative au financement bancaire défaillant.

Sans doute fort de ces constats, Jean-Claude Juncker, nouveau président de la Commission Européenne (« CE ») depuis le 1^{er} novembre 2014, a déclaré devant le Parlement Européen le 15 juillet 2014, alors qu'il était candidat à la présidence de la CE : *« je suis d'avis que nous assortissons les nouvelles règles bancaires européennes d'une Union des Marchés de Capitaux (« UMC »). 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 ».*

¹ Le financement obligataire accélère-t-il les reprises ? La Lettre du CEPII, N° 351, février 2015, Thomas Grjebine, Urszula Szczerbowicz, Fabien Tripier

² IMF Working Papers 15/148. What slice of the pie? The corporate bond market boom in emerging economies, Diana Ayala, Milan Nedeljkovic and Christian Saborowski, July 2015

La mise en œuvre de ce projet d'UMC a été depuis 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 Etats membres ne se heurteront plus à des obstacles juridiques ou prudentiels injustifiés* ».

D'après la CE, les objectifs de l'UMC 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 (« UE »), 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 »³.

Néanmoins, le livre vert⁴ insiste sur le fait « *qu'une mesure unique ne suffira pas à mettre en place une UMC. 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'UMC est un projet de long terme. Ce sera le cumul de plusieurs mesures concrètes* »⁵.

Ainsi que l'a résumé Bruno Bézard, directeur général du Trésor, entendu par la commission des finances du Sénat le 11 mars 2015, « *l'UMC est une initiative européenne très positive, bien que son contenu soit encore flou* », même si quelques mesures ont déjà été annoncées⁶. 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 recommandations⁷.

L'UMC est donc l'une des priorités de la CE. Sa réalisation s'étendra sur 5 ans, à partir de 2015. Elle a notamment pour objet de développer dans l'UE le financement non bancaire de l'économie européenne et notamment des PME dans un contexte où les crédits bancaires peinent semble-t-il à soutenir l'activité.

³³ http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/index_fr.htm

⁴ Dans son livre vert publié le 18 février 2015, l'exécutif européen a recensé un ensemble de 32 priorités d'actions et 5 objectifs concrets : faciliter l'accès des PME aux marchés de capitaux, élargir l'éventail de leurs investisseurs, relancer le marché de la titrisation, stimuler l'investissement de long terme et développer les placements privés. Ces axes se déclinent en deux consultations parallèles : l'une sur la révision de la directive prospectus, l'autre sur un cadre européen pour la titrisation

⁵ <http://www.senat.fr/compte-rendu-commissions/20150518/fin.html#toc6>

⁶ Proposition de Règlement du Parlement Européen et du Conseil établissant des règles communes en matière de titrisation simples, transparentes et standardisées et modifiant les directives 2009/65/CE, 2009/138/CE et 2011/61/UE et les Règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 648/2012

⁷ 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

Si l'ambition n'est pas nouvelle, puisque la réalisation du marché unique de capital a déjà fait l'objet de plusieurs initiatives, elle suscite néanmoins autant d'attentes de la part des acteurs financiers et des entreprises que d'interrogations.

Cette étude abordera trois thèmes : (I) L'UMC est-elle une initiative politique visant à développer le marché unique des capitaux ? (II) Les contraintes pesant sur les banques favorisent-elles le développement du financement par les marchés de capitaux ? (III) Enfin, en guise d'UMC, ne va-t-on pas vers une Union des Financement de l'Investissement ?

I - L'UMC : une initiative politique visant à développer le marché unique des capitaux ?

1.1 L'UMC vise à développer le financement non bancaire de l'économie européenne

De manière générale, les marchés de capitaux désignent les flux financiers qui transitent par des canaux non bancaires. Actions, obligations, introduction en bourse, titrisation etc. sont donc des instruments financiers concernés par l'UMC. Les entreprises sont les principales bénéficiaires de ces instruments, alors que les marchés boursiers, les assureurs, les sociétés de gestion d'actifs ou de fonds (de capital-risque, d'investissements, de *hedge funds*) en sont les principaux financeurs.

L'UMC visera tant à harmoniser les instruments financiers existants et à faciliter leur usage dans l'UE qu'à favoriser la création d'instruments nouveaux. La diversité des outils de financement doit absolument être promue afin de favoriser une prise de risque nécessaire à l'innovation⁸. L'action de la CE devra par ailleurs harmoniser les dispositions juridiques et fiscales propres aux entreprises bénéficiaires de financements de marché, sans oublier aussi les intermédiaires et les infrastructures de marché.

Si l'une des idées de l'UMC est de développer les financements de marché tel qu'exprimée par Jean-Claude Juncker, l'initiative a aussi le mérite de lancer un signal positif à la place de Londres dans le contexte d'un éventuel référendum sur le maintien du Royaume-Uni dans l'UE.

1.2 L'UMC ne vise pas une dimension institutionnelle ni à rejoindre les Etats-Unis

Le débat concernant l'intégration des marchés de capitaux en Europe est loin d'être nouveau !

La libre circulation du capital est une des libertés fondamentales que le marché unique et la création de l'euro avaient pour ambition de réaliser. De nombreuses mesures ont été prises depuis le début des années 1980 avec l'harmonisation du régime des offres publiques et des admissions à la cote. Une seconde vague s'en est suivie en 1992 avec la directive sur les services d'investissement. A la fin des années 1990 dans l'élan de l'union économique et monétaire, une nouvelle série d'harmonisation a été proposée sous l'égide du Plan d'action pour les services financiers, avec l'ambition de stimuler la croissance et de réduire les coûts de financement. La pièce centrale du dispositif a été la directive MIF (Marchés des Instruments Financiers) en 2004, même si des mesures en matière de transparence et d'abus de marché ont également été prises. La crise financière de 2008, puis celle des dettes souveraines de 2012, ont conduit à la dernière vague de mesures, avec entre autres le règlement EMIR (*European Market and Infrastructure Regulation*) et une amélioration de la directive MIF (la seconde du nom). L'UMC acterait en conséquence des mesures parachevant ce socle préalable.

⁸ Steven Maijoor, président de l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) lors de la conférence Finance for Growth, 6 novembre 2014

Toutefois, l'UMC ne doit pas être confondue avec l'Union bancaire, projet initié au cœur de la crise espagnole de 2012 dans le but de rompre le lien déstabilisant entre les risques bancaires et souverains. Le projet d'UMC ne comportera pas de dimension institutionnelle tangible corroborant une centralisation des réglementations ou de la supervision financière.

Toutefois, les deux projets restent liés, à la fois parce que l'Union bancaire favorise le développement des marchés et parce qu'elle rend nécessaire une plus grande intégration des politiques associées.

De même, la place prépondérante du financement bancaire dans l'économie européenne rend hors de portée l'objectif de développer en cinq ans les marchés de capitaux avec la même ampleur qu'outre Atlantique.

Le marché des capitaux américains a en effet mis 60 ans à se développer et résulte d'une succession de mesures adaptées à un environnement particulier.

On peut le résumer en trois grandes phases :

- **La réglementation bancaire en réponse à la grande dépression.** Le *Glass Steagle Act* a favorisé la création d'une industrie autour des marchés financiers distincte de la banque de détail. La réglementation Q - en limitant la rémunération des dépôts - a favorisé le déplacement des actifs des dépôts bancaires vers les actifs financiers.

- **La grande inflation des années 1960-1970.** Ces années ont été marquées par une hausse de l'inflation liée aux deux chocs pétroliers et au surcoût de l'énergie favorisant les rendements obligataires. A cette époque, seuls les « *investment grade bonds* » étaient accessibles sur les marchés financiers. Le développement des marchés des fonds monétaires - exemptés de la réglementation Q - a favorisé le transfert des dépôts bancaires vers les entreprises.

- **La titrisation et précisément la titrisation des actifs immobilisés des années 1980.** Le développement de la titrisation a favorisé la création d'une nouvelle classe d'actifs au profil de risque adapté aux différents investisseurs. La naissance de la titrisation est directement liée à celle des agences immobilières semi-gouvernementales (Ginnie Mae, Fannie Mae, Freddy Mac) favorisant le *homeownership* des classes moyennes américaines.

Le tissu européen se caractérise lui par une hétérogénéité élevée qui représente les différents degrés de maturité et de croissance des entreprises.

Comme l'indique Nicolas Véron⁹, le développement des marchés est souhaitable à court-terme pour prendre le relais des banques et, à long terme, pour favoriser l'innovation, qui est relativement faible dans l'UE. Toutefois, les banques demeurent des structures indispensables aux analyses de crédit et au contact durable des entrepreneurs et sont sans doute la marque de préférences dans l'organisation du système financier actuel.

⁹ Nicolas Véron, Defining Europe's capital markets union, Bruegel Policy contribution, novembre 2014

1.3 L'UMC vise à parfaire l'allocation du capital et la diversification des risques financiers

La crise dans la zone Euro a initié un processus de « fragmentation financière » des marchés monétaires, obligataires et boursiers particulièrement fort lors des tensions sur les dettes grecques, italiennes et espagnoles. Au cours de ces épisodes, les pays périphériques ont vu leurs flux de capitaux entrants refluer vers le cœur de la zone, où les valeurs, notamment d'États, étaient considérées comme plus sûres et leurs actifs financés de façon prépondérante avec des liquidités domestiques. Cette difficulté a été particulièrement manifeste lorsque les dettes souveraines ont été portées par les banques domestiques, ce qui fut la raison essentielle du lancement de l'Union bancaire.

Les prix et les quantités des actifs libellés en Euros initient depuis 2013 une convergence bienvenue, signe d'une « défragmentation » des marchés semblable à la période préalable à la crise¹⁰. Toutefois, comme l'indique Benoît Coeuré¹¹, l'intégration des marchés de capitaux ne peut se réduire à cette simple convergence. D'une part, la décennie des années 2000 a confirmé, *a posteriori*, que la réduction des rendements des titres pouvait refléter une sous-évaluation des risques constitutive de déséquilibres. D'autre part, une véritable intégration financière doit permettre une allocation du capital et une diversification des risques optimale.

L'allocation de capital désigne une liberté des flux financiers qui ne serait pas entravée par des risques autres que ceux liés à la qualité intrinsèque des actifs. En conséquence, les facteurs discriminants dans l'accès aux financements, tels que l'origine des emprunteurs ou des prêteurs, doivent être amoindris ou supprimés et ainsi permettre au marché de réaliser son unification. Cette allocation peut aussi être assurée par une diversification des risques financiers de manière à faciliter l'absorption, par les entreprises et les ménages, des chocs subis localement. Dans les deux cas, l'Union bancaire est un atout essentiel pour l'UMC¹².

II - L'UMC : les contraintes pesant sur les banques favorisent-elles le développement du financement par les marchés de capitaux ?

2.1 Des financements bancaires moins sollicités avec la crise

L'analyse traditionnelle des difficultés associées au financement bancaire de l'économie consiste à distinguer les effets de la demande (de crédit) de ceux de l'offre. Pour les uns, la diminution du crédit serait liée à des difficultés propres aux entreprises et aux ménages, telles que l'absence de consommation en raison d'un environnement économique peu favorable ou la nécessité de se désendetter des entreprises. Pour les autres, les banques seraient avant tout contraintes par la réglementation prudentielle.

Comme l'indiquent la Banque Européenne d'Investissement (« BEI »), ou la Banque Centrale Européenne (« BCE »), la perception, par les entreprises, des risques et des rendements de leurs investissements apparaît aussi comme un facteur prépondérant de leur faible demande de crédits d'investissement¹³.

¹⁰ Voir le Rapport de la BCE, Financial integration in Europe, avril 2014 et le communiqué de presse associé : <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140428.en.html>

¹¹ Voir le discours du membre du Directoire de la BCE prononcé lors d'une conférence de l'International Capital Markets Association (ICMA) à Paris, le 19 mai 2014, disponible sur <http://www.ecb.europa.eu/press>

¹² Olivier Marty, l'Union des Marchés de Capitaux : quels contours, quelles priorités, Fondation Robert Schuman, 1^{er} décembre 2014

¹³ Voir étude de la BEI, Unlocking lending in Europe, octobre 2014, celles du FEI, European small business finance outlook, ou les études semestrielles de la BCE, Surveys on SME access to finance

2.2 Des financements bancaires plus contraints depuis la crise

Au niveau de l'offre, les contraintes réglementaires pesant sur les établissements bancaires ont été plutôt bien intégrées par ceux-ci. Mais ces contraintes réglementaires ont conduit à une réduction du bilan des banques et de leur rentabilité, ce qui explique la baisse de la prise de risque des établissements¹⁴.

La revue de qualité des actifs (« *asset quality review* ») et les tests de résistance (« *stress tests* ») qui ont été menés ont permis à la BCE et aux banques d'établir une transparence sur les bilans des banques¹⁵. Ceci est particulièrement important pour traiter la question des prêts non performants (« *non performing loans* ») qui, comme le rappelle la BEI, ont doublé dans la zone Euro depuis 2009 et obèrent particulièrement l'octroi de crédit des banques des pays périphériques¹⁶.

De même, l'exercice de mise à l'épreuve des bilans a permis d'établir la liste de banques insuffisamment capitalisées. Là encore, cette situation n'est pas favorable au financement par les prêts.

2.3 Des financements par les marchés de capitaux ont pris le relais

Les contraintes pesant sur les banques depuis la crise ont conduit les entreprises européennes à se tourner vers les marchés de capitaux. Cette situation a été mieux négociée par les grandes entreprises que les plus petites et dans certains pays, notamment du cœur de la zone Euro.

L'émission nette d'obligations d'entreprises et d'actions a ainsi été maintenue à un niveau positif depuis 2008 et les obligations d'entreprises ont vu leur part dans la dette totale des entreprises passer de 7,5% en 2008 à 11,5% fin 2013. Les coûts de financements désintermédiés sont aussi apparus, sur ce marché, moins élevés que ceux des banques.

L'attractivité d'autres instruments financiers tels que les obligations sécurisées (« *covered bonds* »), les prêts titrisés (« *Asset Back Securities* ou *ABS* »), ou les placements privés, tous concernés par l'UMC, a été inégale. Les *covered bonds* ont plutôt maintenu un haut niveau d'émissions au cours de la crise et ont bénéficié de programmes de rachats d'actifs spécifiques de la BCE, à trois reprises (2009, 2011 et 2014).

Des placements privés (« *private placements* ») européens ont été activement émis aux Etats-Unis où le marché est plus profond¹⁷. Les émissions de produits titrisés ont toutefois connu une forte baisse depuis 2008 et n'ont été émis que dans le but de bénéficier de financements de la BCE, c'est-à-dire comme collatéral.

¹⁴ Nicolas Véron, Defining Europe's capital markets union, Bruegel Policy contribution, novembre 2014

¹⁵ Dominique Perrut, L'opération vérité de la BCE sur les banques : une étape nécessaire mais non suffisante de la réforme de la zone euro, Fondation Robert Schuman, 10 novembre 2014

¹⁶ Les « prêts non performants » représenteraient ainsi 50% des encours de prêts des banques à Chypre, 34% en Grèce, 25% en Irlande. Ces mauvais prêts sont particulièrement concentrés sur certains secteurs comme l'immobilier, voir étude BEI octobre 2014 citée

¹⁷ G. Wehinger et Iota Kaousar Nasr, Non-bank debt financing for SMEs : the role of securitisation, private placements and bonds, OECD Journal, 2014

Toutefois, comme le rappelle Benoît Coeuré¹⁸, l'accès aux marchés de capitaux est inégal en zone Euro : l'émission d'obligations d'entreprises a été fortement concentrée dans les pays non soumis à des tensions (sans baisse de flux nets bancaires). L'harmonisation de la réglementation concernant les opérations transfrontalières est donc un des enjeux importants de l'UMC.

La BEI indique également que la substitution des marchés aux financements bancaires s'est mieux faite dans les pays où les marchés de capitaux étaient déjà bien développés, comme en France, Allemagne, Pays-Bas, Suède ou au Royaume-Uni¹⁹. La plupart des pays périphériques où les banques étaient contraintes (Grèce, Irlande, Italie, Portugal) n'ont ainsi pas bénéficié d'un effet substantiel des marchés, à l'exception de l'Espagne. Les pays d'Europe centrale et orientale, ainsi que les pays baltes, ont également des marchés de capitaux peu développés, ce qui laisse présager du potentiel de l'UMC dans ces pays²⁰.

III - L'UMC : ou l'Union des Financement de l'Investissement ?

3.1 Vers le développement des instruments financiers paneuropéens ?

L'UMC pourrait, dans une première étape, avoir comme objectif de développer des instruments financiers véritablement paneuropéens dans la mesure où certains de ces instruments ont déjà fait preuve de leur efficacité et de leur sécurité au plan national.

Si tel est le cas, l'approche de la CE consisterait d'abord à lever l'ensemble des obstacles juridiques et fiscaux propres à ces titres, tout en veillant à harmoniser la gouvernance des entreprises financées ainsi que la régulation et la supervision d'acteurs intermédiaires (cabinets d'audit, société de conseil) ou d'infrastructures de marché (chambres de compensation).

Cinq « **produits types** » pourraient ainsi être développés à l'échelle européenne, au profit notamment des PME qui ont traditionnellement du mal à accéder aux marchés :

- **Les prêts titrisés** : cette pratique (très associée aux marchés des « *subprimes* »²¹, consiste à regrouper des instruments de prêt de différents niveaux de risques afin de les mutualiser puis de les revendre sur les marchés à des investisseurs. Ainsi, le produit est placé hors des bilans bancaires et libère des charges de capital réglementaire permettant aux banques d'utiliser d'autres actifs comme collatéral et de prêter davantage aux entreprises et aux ménages. Cet instrument a donc le potentiel de répartir les risques des pays périphériques ou associés à des actifs déterminés, tels que ceux des PME pour qui le dispositif est important.
- **Les obligations sécurisées** : ces instruments, majoritairement reliés à des actifs immobiliers ou des prêts du secteur public sont semblables aux instruments de titrisation, mais demeurent au bilan des banques. Ils permettent une diversification de risques en même temps qu'ils apportent une sécurité importante et des possibilités de « double recours », à la fois sur l'actif sous-jacent et

¹⁸ Voir Benoît Coeuré, op cit.

¹⁹ Voir BEI, op cit., pp. 28-29, dans lequel des « clusters » indicatifs du développement des marchés de capitaux et leur relais sur le financement bancaire sont établis, disponible sur : <http://www.eib.org/infocentre/publications/all/unlocking-lending-in-europe.htm>

²⁰ Olivier Marty, l'Union des Marchés de Capitaux : quels contours, quelles priorités, Fondation Robert Schuman, 1^{er} décembre 2014, cité

²¹ Les subprimes sont des crédits à risque, détenus par des emprunteurs qui n'offrent pas les garanties suffisantes pour bénéficier d'un taux d'intérêt au prix du marché

sur l'émetteur²². Mais ces obligations n'ont que peu été développées au profit des portefeuilles de prêts aux PME.

- **Les obligations d'entreprises** (« *corporate bonds* ») : ces titres obligataires utiles à l'émission de dettes sont traditionnellement utilisés par les grandes entreprises. Le volume de transactions a augmenté depuis 2008, mais dans un nombre limité de pays qui n'ont pas été soumis à des stress de marché. Cette fragmentation reflète des divergences nationales de droits des valeurs et de droits des faillites, qui ne favorisent pas les investissements transnationaux. De même, leur usage par des PME est encore limité dans certains pays.

- **Les placements privés** : ils constituent une alternative aux émissions publiques cotées en bourse et ont un potentiel de diversification de risques pour les investisseurs. L'analyse de crédit et les obligations de reporting sont traditionnellement plus légères que sur les autres produits de dette. Depuis le début de la crise, des émissions européennes ont pu être effectuées sur le marché américain des « US PP », qui recense, d'après une étude de l'OCDE, un tiers de placements européens²³. En France, on a vu aussi le développement des Euro PP²⁴.

- **Les régimes de retraite** : une opportunité pour la CE pourrait être de développer des mesures harmonisées sur les « troisièmes piliers » (les régimes de capitalisation : épargne, pensions, assurance-vie). Cette mesure viserait alors le développement de fonds de pension dans les pays européens qui n'en disposent pas encore et des mesures favorables à la portabilité de droits sociaux, ayant par ailleurs le potentiel d'accroître utilement la mobilité des salariés en Europe.

3.2 Vers une Union de Financement et d'Investissement ?

Si la CE a tôt manifesté son intention de revivifier certains instruments financiers qui, tels la titrisation, ont pu jouer un rôle très néfaste en amont de la crise financière, l'UMC ne signifie pas pour autant que l'UE s'oriente vers le « *tout marché* ». En effet, il ne s'agit pas d'opposer crédit bancaire et financement de marché mais plutôt d'organiser une complémentarité nouvelle qui laissera en tout état de cause une place prépondérante aux banques²⁵.

Le « risque » que la CE privilégie une approche juridique ou technique dans la réalisation de l'UMC est par ailleurs réel.

Il serait donc utile pour tous, comme le propose François Villeroy de Galhau²⁶, de présenter l'UMC comme un ensemble de solutions répondant au défi central du financement de l'investissement. Selon l'auteur, « *la France et l'Europe ont à gérer trois attentes en tension potentielle : des investissements plus innovants et plus risqués ; une épargne abondante mais prudente et mal allouée dans la zone euro ; un système financier durablement sécurisé après les crises de 2007-2011* »²⁷.

²² Voir Wehinger, G. et al, op cit.

²³ Voir Wehinger, G. et al, op cit.

²⁴ Voir l'Observatoire des Euro PP de septembre 2015

²⁵ De la même façon, l'ambition parfois affichée par la Commission de vouloir converger vers le « modèle américain » de financement désintermédié (par opposition au modèle européen de financement bancaire) a pu être maladroite mais ne paraît pas pour autant réaliste. Voir le rapport (p. 60) de François Villeroy de Galhau sur le financement de l'investissement des entreprises, remis au Premier ministre le 26 août 2015 <http://www.gouvernement.fr/partage/5021-remise-du-rapport-d-etape-de-francois-villeroy-de-galhau-sur-le-financement-de-l-investissement>

²⁶ Gouverneur de la Banque de France depuis le 30 septembre 2015

²⁷ Voir François Villeroy de Galhau sur le financement de l'investissement des entreprises, remis au Premier ministre le 26 août 2015, op cit.

De ce point de vue, l'UMC apparaît plus nettement comme un élément essentiel de la politique économique et financière européenne, voire comme une initiative politique « *tout court* »²⁸. C'est la raison pour laquelle le rapport Demarigny a le premier proposer de la renommer : « *Union de financement et d'investissement* »²⁹. Elle est en effet en mesure de financer des entreprises innovantes qui ont moins besoin de prêts « classiques » que d'un mélange de fonds propres et d'instruments de dette. Elle peut mieux orienter l'épargne de la zone euro, du nord vers le sud, vers les projets et les pays qui en ont besoin³⁰. Elle peut, enfin, s'inscrire dans un cadre financier renforcé.

3.3 Vers une mise en œuvre simplifiée de l'UMC ?

La complexité des mesures envisagées par la CE et l'étendue de son calendrier ont conduit de nombreux experts à préconiser une mise en œuvre rapide de mesures visant à diversifier les instruments de dette à disposition des entreprises³¹. Ces mesures de court terme, envisagées pour fin 2016-début 2017 donneraient davantage de crédibilité au projet et permettraient d'accompagner la reprise économique et la mise en œuvre du plan Juncker. Elles ne concerneraient pas tant les grandes entreprises, qui se financeront très majoritairement sur les marchés³², que les ETI et les PME. Celles-ci ont en effet beaucoup moins facilement accès aux marchés que les grands groupes, car elles ne disposent pas de la taille critique ni des ressources humaines pour gérer aisément les obligations associées.

Pour les PME, comme les ETI, la relance de la titrisation pourra être utile dès lors que les instruments seraient simples, transparents et standardisés. Pour les ETI, qui ont déjà un financement mixte marché/banques qui devrait continuer dans le futur, les prêts directs d'investisseurs institutionnels et les placements privés pourront constituer des compléments utiles. Au total, une titrisation sécurisée, des plateformes de prêts directs et des placements privés devraient constituer les priorités de l'UMC.

La CE a indiqué, en ce qui concerne les instruments de dette, vouloir avancer sur l'ensemble de ces sujets, avec des approches règlementaires propres ou en appui à des initiatives de marchés.

²⁸ Certaines réponses à la consultation européenne mettent en avant l'enjeu, également civique, de développer la culture financière des populations afin de restaurer la confiance dans le système financier. Cf. rapport de Deutsche Börse, « Principles for a European capital markets union », : [https:// deutsche-boerse.com/dbg/dispatch/en/kir/dbg_nav/about_us/15_Public_affairs/10_News/09_Capital_Markets_Union](https://deutsche-boerse.com/dbg/dispatch/en/kir/dbg_nav/about_us/15_Public_affairs/10_News/09_Capital_Markets_Union)

²⁹ Voir le rapport Demarigny : <http://www.economie.gouv.fr/union-marches-capitaux-umc-rapport-demarigny> Cette terminologie a été reprise et défendue par M. Villeroy de Galhau par la suite, ou encore par M. Riquet, député européen PPE qui préside l'intergroupe dédié à l'investissement de long terme

³⁰ Le lien entre l'UMC et l'approfondissement de la zone euro est assez peu mis en avant dans les analyses de l'UMC. Voir Paul Goldschmidt: <http://communautes.agefi.fr/l-avenir-de-la-zone-euro/creation-d-une-union-des-marches-de-capitaux-au-sein-de-l-ue>

³¹ Voir par exemple N. Véron, « Defining Europe's capital markets union », <http://bruegel.org/2014/11/defining-europes-capital-markets-union/>; N. Véron et G. Wolff, « Capital markets Union: a vision for the long term », <http://bruegel.org/2015/04/capital-markets-union-a-vision-for-the-long-term/> et O. Marty, « L'Union des marchés de capitaux : quels contours, quelles priorités ? », <http://www.robert-schuman.eu/fr/doc/questions-d-europe/ qe-335-fr.pdf>

³² « Il est toutefois utile, afin d'assurer le bon financement de marché des grandes entreprises, que la liquidité des obligations d'entreprises soit bien assurée. Ceci passe par la sauvegarde de l'activité de tenue de marché (« market making ») conformément à ce que le « modèle » français de séparation des banques est parvenu à faire », Olivier Marty, l'Union des marchés de capitaux, au service du projet européen et de la relance de l'investissement, 28 septembre 2015

La relance d'une titrisation « *simple, transparente et standardisée* »³³ tout comme la révision de la directive « prospectus » (en matière de fonds propres) sont maintenant des priorités³⁴. Des mesures propres à la commercialisation de fonds d'investissements (frais, administration) seraient également prises.

La mise en place à court terme de l'UMC sera aussi couplée avec la mise en place du plan Juncker.

Le règlement portant création du Fonds européen pour les investissements stratégiques (FEIS) a été voté par le Parlement européen à la fin du mois de juin³⁵, ce qui a rendu le dispositif opérationnel cet été. Il favorise, par le truchement de fonds publics, une catalyse de l'investissement privé à hauteur de 315 milliards € dans des projets d'infrastructure (240 milliards €) et des PME (75 milliards €).

Toutefois, des mesures complémentaires au plan Juncker devront être prises pour en garantir la pleine efficacité. Parmi celles-ci, la révision de la directive et du règlement Solvabilité II propre aux assureurs européens fait désormais consensus au motif que ces textes comportent des exigences en capital dissuadant l'investissement à risque, notamment en actions. Une nouvelle analyse des exigences en capital visant à favoriser l'investissement en infrastructures et dans des produits titrisés semble d'ailleurs souhaitable et être dans les intentions de la CE.

Deux autres voies susceptibles de contribuer au succès du plan Juncker ont été très clairement et utilement mises en avant dans le rapport Villeroy de Galhau. La première consiste à « *développer l'investissement en fonds propres transfrontières par des mécanismes innovants* »³⁶.

Il conviendra enfin d'initier des chantiers structurels à plus long terme :

L'UMC implique également de s'atteler à des chantiers de plus long terme, de nature juridique, fiscal ou économique qui sont tous susceptibles de favoriser la libre circulation de capitaux dans l'UE. Beaucoup de dossiers ont été évoqués, y compris par la CE, mais certains, comme l'harmonisation fiscale, sont particulièrement difficiles. Le droit des titres nécessiterait par ailleurs, une convergence qui ne semble pas décisive à court terme. Selon plusieurs analyses et compte tenu des premiers commentaires de presse, trois chantiers seraient à privilégier en parallèle :

³³ Les critères imposés garantiraient la simplicité et la similarité des actifs et excluraient toute « double titrisation » ou titrisation synthétique portant des risques de contrepartie ou de liquidité. Voir discours du Commissaire Hill à Eurofi, le 10 septembre 2015

³⁴ Voir proposition de Règlement du Parlement Européen et du Conseil établissant des règles communes en matière de titrisation simples, transparentes et standardisées, op cit.

³⁵ Le 28 mai 2015, soit quatre mois et demi à peine après l'adoption, le 13 janvier, de la proposition législative par la Commission, les législateurs de l'UE sont parvenus à un accord politique sur le règlement portant création du Fonds Européen pour les Investissements Stratégiques (FEIS). Les États membres ont approuvé le projet à l'unanimité le 10 mars et le Parlement européen l'a adopté en commission le 20 avril. Lors du Conseil ECOFIN du 19 juin, les ministres des finances se sont félicités de l'accord sur le règlement et, le 24 juin, le Parlement européen a approuvé le règlement en séance plénière

³⁶ Le FEIS, en charge du volet PME du plan Juncker, pourrait ainsi contribuer à abonder des fonds d'investissement – notamment de capital risque - de taille bien plus importante que ceux qui existent aujourd'hui. De même, un « Fonds européen d'épargne et d'investissement » pourrait être abondé avec des crédits du plan Juncker pour investir en fonds propres dans des pays du Sud, selon une idée d'O. Garnier, chef économiste de la Société Générale, et de l'Euro 50 Group. La promotion du capital risque européen, tant sur des bases nationales qu'au niveau européen, revient dans beaucoup de contributions nationales, comme celle du Royaume Uni, Olivier Marty, l'Union des marchés de capitaux, au service du projet européen et de la relance de l'investissement, 28 septembre 2015

- **Le droit des faillites** : le droit européen continental se caractérise par une meilleure protection des salariés et des créanciers publics en cas d'échec d'une entreprise ainsi que par une pratique jurisprudentielle complexe³⁷. A défaut de pouvoir instaurer un régime « *paneuropéen* » plus favorable à la prise de risque à l'instar du régime américain, une harmonisation des régimes applicables aux créanciers bancaires dans la zone euro est envisagée par le rapport Demarigny.
- **L'information économique disponible sur les PME** : elle est essentielle au financement non bancaire des assureurs ou des gestionnaires d'actifs. Il existe par exemple en France la base FIBEN de la Banque de France (Fichier bancaire des entreprises). Les entreprises qui y sont recensées font l'objet d'une cotation qui fournit des éléments d'appréciation de leur capacité à honorer leurs engagements financiers à un horizon de trois ans.
- **La protection des consommateurs** : ce volet est plus avancé depuis la mise en œuvre de nombreux textes tels MIF I et MIF II, mais les règles et les pratiques nationales diffèrent et l'offre de produits à risque transfrontières, qui sera en mesure de se développer dans le cadre de l'UMC, devrait se concentrer sur la qualité des solutions d'investissement plutôt que sur les strictes formalités de commercialisation que la CE semble vouloir engager.

De nombreux rapports proposent d'avancer sur ces sujets en créant des *task forces* dédiées et autonomes qui rendraient leurs travaux rapidement (2016/2017) avec pour objectif une mise en œuvre vers 2019. Le deuxième temps du calendrier souhaitable pour la mise en œuvre effective de l'UMC serait ainsi engagé. Il conviendrait, selon ces sources, d'avancer progressivement en identifiant les convergences possibles, c'est à dire des normes communes aux législations nationales, tout en laissant le champ ouvert à des progrès propres à la zone euro.

En conclusion, on pourra dire qu'il ne convient pas d'opposer le financement bancaire au financement par les marchés de capitaux, car ils sont complémentaires ! Il semble d'ailleurs que le débat sur le financement par l'UMC se déplace lentement vers une Union du financement des investissements... Dans ces conditions, le débat sur le fait de savoir s'il est souhaitable de promouvoir le modèle de banque d'investissement au détriment du modèle de banque traditionnelle s'amenuise également ! Le seul leitmotiv au final est bien : comment sortir de cette crise qui dure depuis plus de 8 ans maintenant ?

³⁷ Voir sur ce point: <http://droitetcroissance.fr/tag/droit-des-faillites/>