

## UNION DES MARCHÉS DE CAPITAUX

# « Ce plan est bienvenu, mais il manque d'ambition »

**Pierre de Lauzun**

Délégué général  
AMAFI



Si l'UMC est une initiative bien accueillie, le plan d'action manque toutefois, selon Pierre de Lauzun, de projets concrets et de mesures ambitieuses, y compris dans ses objectifs majeurs comme le financement des ETI et PME.

■ Que pensez-vous du plan d'action de l'Union des marchés de capitaux (UMC) tel que publié par la Commission européenne le 30 septembre dernier ?

Au moment où le rôle des marchés dans le financement de l'économie s'est nettement développé et continuera à s'accroître à l'avenir, il est bienvenu de vouloir renforcer le bon fonctionnement de ces marchés en Europe et de les développer intelligemment. Le plan d'action annoncé par la Commission va dans la bonne direction de ce point de vue. Pour le moment néanmoins, dans la grande majorité des sujets, ce qui est annoncé reste préliminaire : nous ne pourrions vraiment juger que lorsque les résultats des études annoncées seront connus et des projets concrets lancés. Il n'y en a pas beaucoup pour le moment, en dehors des travaux mis en œuvre sur la titrisation ou la révision de la directive Prospectus. Ce dernier point est une vraie question mais cela ne consiste jamais qu'à corriger la directive dont l'encre est à peine sèche ! C'est certainement utile, mais ce n'est pas un projet de grande envergure. La titrisation est un projet plus

ambitieux en théorie, mais malheureusement beaucoup moins dans les travaux proposés. Certes, nous sommes encore au début du processus, mais nous n'avons pas la conviction que ce qui est train d'être élaboré permettra véritablement à ce marché de rebondir en Europe.

■ La titrisation peut-elle aussi se développer en France où pourtant elle n'a jamais véritablement démarré ?

Les objectifs de l'UMC s'entendent bien sûr au niveau européen, où certains pays ont connu un développement significatif de la titrisation. En France, ce marché a été bloqué principalement parce que les marges

sur les prêts titrisés ne permettaient pas d'offrir une rentabilité suffisante pour attirer les investisseurs. Elles le sont probablement encore aujourd'hui, même si elles se sont améliorées. C'est un obstacle majeur. Mais il y en a un deuxième : compte tenu de la très faible sinistralité en France, la pondération du capital associé à ces crédits, qui est directement proportionnelle aux sinistres passés, est très basse et donc l'économie de capital

### INTERVIEW

## Les six axes du plan d'action de Jonathan Hill

En introduction de son plan d'action vers une Union des marchés de capitaux, publié le 30 septembre, le Commissaire aux services financiers, Jonathan Hill, inscrit son projet dans l'histoire européenne: « *La libre circulation du capital était un des principes fondamentaux sur lesquels l'UE a été construite. Mais en dépit des progrès accomplis ces 50 dernières années, les marchés de capitaux européens sont encore relativement sous-développés et fragmentés.* » Et la Commission de rappeler les grandes métriques qui sous-tendent son raisonnement: alors que les économies américaines et européennes sont de taille comparable, la taille des marchés actions européens ne représente que la moitié de celle des marchés outre-Atlantique, et seulement

le tiers lorsque l'on considère les marchés obligataires. Avec un marché du capital-risque aussi profond, ce sont 90 milliards d'euros qui auraient financé les *start-up* ces 5 dernières années. Et un marché de la titrisation à son niveau d'avant-crise dégraderait des capacités de crédit de 100 milliards d'euros pour les banques.

Désintermédiation, défragmentation, harmonisation, assouplissement réglementaire... les mesures envisagées par la Commission sont nombreuses et hétéroclites. Jonathan Hill les a classées en 6 axes:

- **le financement de l'innovation**, des *start-up* et des entreprises non cotées (révision du cadre des EuVECA, rapport sur le *crowdfunding*...);
- **la simplification de l'accès aux marchés cotés pour**

**les entreprises** (révision de la directive Prospectus);

- **l'investissement à long terme dans les infrastructures et les projets responsables** (calibration de Solvabilité 2, révision de la CRD 4...);

- **le soutien de l'investissement des particuliers et des institutionnels** (Livre vert sur les services financiers de détail, consultation sur la levée des barrières à la distribution transfrontière des fonds...);

- **la libération de la capacité de prêt des banques pour soutenir l'économie** (initiative sur les titrisations simples, transparentes et standardisées...);

- **la facilitation de l'investissement transfrontière** (livre blanc sur le fonctionnement des autorités de supervision, réflexion sur la fiscalité...).

Ce plan d'action s'accompagne des initiatives les plus abouties et de nouvelles consultations:

- une proposition législative sur la titrisation[1];
- un amendement à Solvabilité 2 sur les investissements en infrastructures;
- une consultation sur les fonds européens de capital-risque et en faveur de l'entrepreneuriat social (EuVECA et EuSEF);
- une consultation sur les *covered bonds*;
- un appel à témoignages sur les effets potentiellement négatifs de la juxtaposition des différents textes réglementaires[2].

[1] Lire le dossier « Titrisation : vers une meilleure répartition des risques », *Revue Banque* n° 788, octobre 2015.  
[2] Voir le calendrier indicatif du plan d'action, p. 11.

obtenue en titrisant est réduite. Et comme la titrisation est de surcroît coûteuse en termes de fonds propres depuis les nouvelles règles, la France n'est sans doute pas le premier pays européen où l'on s'attend à voir se développer ce mode de financement. Mais celui-ci peut se déployer dans d'autres pays. Ce n'est souhaitable que si cela se fait dans des conditions sûres, et uniquement dans ce cas; or les exigences annoncées dans ce sens ne semblent pas assez ambitieuses. Il ne suffit pas d'améliorer l'information sur les actifs titrisés, même si c'est nécessaire, ni de modifier le cadre prudentiel – trop défavorable –, il faut aussi définir beaucoup plus clairement les crédits qui font l'objet d'une titrisation dite sûre.

### ■ Quels autres points vous semblent décevants?

Principalement des points déjà soulignés par l'Amafi, dans une optique d'intérêt général, qui sont notamment la priorité à l'achat des actions par les particuliers et les fonds de pension. Ces derniers sont les grands absents: ils sont à peine évoqués dans le plan d'action. En outre celui-ci ne dit rien sur l'achat d'actions par les particuliers.

Globalement, l'UMC souffre en outre de l'absence d'analyse d'ensemble et d'une réflexion en profondeur sur les fondamentaux qui définissent un marché financier. La question stratégique du rapport de la dette et des fonds propres n'est pas abordée de façon consistante. Or l'excès de dettes et de levier est une des causes profondes de la crise de 2008. Depuis, la dette, surtout publique, a encore augmenté, et reste un problème non résolu. De même, la question de la liquidité qui préoccupe pourtant beaucoup les régulateurs au niveau international est à peine évoquée dans l'UMC. Ce plan n'a de façon générale pas une vocation très ambitieuse, une vision forte sur le devenir des marchés.

### ■ Même en ce qui concerne un des objectifs principaux de l'UMC, le financement des entreprises, PME et ETI en particulier?

Cet objectif PME/ETI est trop faiblement traité, alors qu'il est pour nous une priorité essentielle, parce qu'il s'agit des marchés de demain et que ce sont les PME et ETI qui créent des emplois aujourd'hui. Tout le monde est d'ac-

cord sur cet enjeu au niveau politique, mais il n'est pas suffisamment pensé comme une problématique en soi, demandant des solutions fortes et originales. La cotation des actions ou des instruments de dette d'une ETI, sans même parler d'une PME, est en effet notablement différente dans ses conditions de liquidité et de rentabilité, de la cotation d'une grande entreprise multinationale. De même, la prise en compte de l'EuroPP, dont nous avons été un pionnier en France et en Europe, se limite à une étude assez vague.

■ N'est-ce pas dû au fait, comme le soulignent certains opposants à ce plan d'action, que les marchés de capitaux ne sont pas la solution la plus adaptée au financement des ETI et PME ?

Ce n'est pas tout à fait exact, car les fonds propres des entreprises ne peuvent pas être financés sur les bilans bancaires, mais par les marchés actions, qui ne se limitent d'ailleurs pas au marché boursier organisé : il faut développer les placements privés ou le financement par la foule (*crowdfunding*). Pour la dette des PME en revanche, c'est la banque qui est le bon moyen. Et nous pensons que la titrisation des créances de PME ne fonctionne pas. Mais plus l'entreprise croît et devient une ETI, plus l'alternative du marché devient pertinente, par des placements privés, puis via le marché organisé.

■ Comment jugez-vous les ambitions du plan d'action en matière de droit des faillites et de fiscalité ?

Nous en comprenons très bien l'intérêt en théorie mais nous restons sceptiques quant à la réalisation. En matière de droit des faillites, il est évident qu'il serait plus simple et plus pratique que les procédures collectives soient lisibles de manière paneuropéenne et qu'un investisseur qui achète un papier, y compris de dettes, dans n'importe quel pays ait une idée homogène de ce qui se passerait en cas de faillite. Mais en pratique, espérer parvenir en un an à des conclusions communes sérieuses au niveau de 28 pays nous paraît illusoire.

Le problème est un peu différent concernant la fiscalité : elle constitue un enjeu majeur, mais encore plus difficile à faire aboutir, car toute décision commune dans ce domaine doit se faire à l'unanimité. C'est pour cela qu'il vaudrait mieux l'aborder en fonction d'objectifs précis, par exemple le financement en actions. Il semble néanmoins qu'un aspect très important de fiscalité des entreprises sera examiné qui est celui du traitement différencié de la dette et des dividendes pour les entreprises : dans presque tous les pays européens, les charges d'intérêt sur la dette sont déductibles, alors que ce n'est pas le cas des dividendes. Supprimer cette inégalité serait un excellent progrès.

■ Comment mener à bien le projet d'UMC sous la menace d'une sortie de la Grande Bretagne de l'Union européenne ? Le commissaire Jonathan Hill, dans le plan d'action qu'il a présenté, a manifestement veillé à ce que l'UMC n'ait pas une influence négative sur le vote britannique ; ce n'est pas le seul dossier en jeu dans cette échéance, mais il a tout de même un certain poids compte tenu de la City. La principale objection des Britanniques est l'emprise croissante des continentaux et des institutions de l'eurozone, ce qui rend sans doute le commissaire britannique prudent dans ses mesures d'intégration. Par exemple, il n'y a, dans le plan d'action, aucune mesure concernant le régulateur et une éventuelle unification de ses pouvoirs, comme cela s'est fait dans l'Union bancaire, hormis une proposition sur les ressources allouées.

■ Qu'attendiez-vous concernant le rôle de l'autorité de surveillance des marchés ?

Il aurait fallu une révision plus en profondeur de la manière dont le travail collectif de mise en œuvre des directives est conduit. Il y a bien sûr des consultations nombreuses mais le dialogue avec les professionnels reste insuffisant notamment du fait de la manière dont la procédure est largement préemptée par les discussions entre les membres de l'AEMF (Esma) et entre elle et la Commission.

■ Que faire pour le rendre plus efficace ?

Il faudrait probablement être plus proche du système américain, qui donne une plus grande autonomie aux autorités sectorielles. Ainsi la loi *Dodd Frank Act* est certes très longue, mais quand même moins détaillée que les textes européens. Les agences comme la FED, la SEC ou la CFTC ont plus d'autonomie que les autorités européennes pour déterminer des règles et les adapter.

■ La TTFE est toujours en discussion à ce jour : craignez-vous que ce projet se concrétise ?

Jusqu'à présent, les travaux n'ont pas abouti ; en un sens c'est rassurant car il n'y a aucune réponse rationnelle à la question, non destructrice d'activités et d'emplois - en dehors d'une taxe simple sur les actions sur le modèle français ou britannique. Il est en outre clair qu'il est totalement contradictoire de s'engager dans une opération à 11, négative pour les marchés, au moment où on lance un projet comme l'UMC à 28 visant à unifier un peu plus ces marchés et à les développer. Ce projet de TTFE est symptomatique de l'absence de cohérence et d'ambition collective : si la priorité était de créer un vrai grand marché, cette taxe ne serait évidemment pas à l'ordre du jour. ■

Propos recueillis par E. C.  
Achevé de rédiger le 19 novembre 2015.

## LISTE DES ACTIONS ET CALENDRIER INDICATIF

Financer l'innovation, les <i>start-up</i> et les sociétés non cotées		
Soutenir le capital-risque et le financement en fonds propres	<ul style="list-style-type: none"> <li>Proposition de fonds de fonds paneuropéens de capital-risque et de fonds multinationaux</li> <li>Révision de la législation sur les fonds EuVECA et EuSEF</li> <li>Étude sur les incitations fiscales en faveur du capital-risque et des <i>business angels</i></li> </ul>	T2 2016 T3 2016 2017
Lever les barrières à l'information empêchant l'investissement dans les PME	<ul style="list-style-type: none"> <li>Étoffer le retour d'information à fournir par les banques qui rejettent la demande de crédit d'une PME</li> <li>Recenser dans toute l'UE les capacités de conseil et de soutien disponibles au niveau local ou national, afin de promouvoir les meilleures pratiques</li> <li>Étudier les moyens de développer ou de soutenir les systèmes d'information paneuropéens</li> </ul>	T2 2016 2017 2017
Promouvoir les formes innovantes de financement des entreprises	<ul style="list-style-type: none"> <li>Publier un rapport sur le financement participatif</li> <li>Définir une approche coordonnée de l'octroi de prêts par des fonds et évaluer l'opportunité d'un futur cadre réglementaire de l'UE en la matière</li> </ul>	T1 2016 T4 2016
Faire en sorte que les entreprises puissent plus facilement entrer en Bourse et y lever des capitaux		
Améliorer l'accès aux marchés boursiers	<ul style="list-style-type: none"> <li>Proposition de modernisation de la directive sur les prospectus</li> <li>Passer en revue les obstacles réglementaires freinant l'admission des PME en bourse et sur les marchés de croissance des PME</li> <li>Examiner le fonctionnement des marchés d'obligations d'entreprises de l'UE, en se concentrant sur les moyens d'améliorer leur liquidité</li> </ul>	T4 2015 2017 2017
Soutenir le financement en fonds propres	Remédier au biais fiscal en faveur de la dette, dans le cadre de la proposition législative sur l'assiette commune consolidée pour l'impôt sur les sociétés	T4 2016
Investir pour le long terme: des investissements dans les infrastructures et durables		
Soutenir les investissements dans les infrastructures	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ajuster les calibrages de Solvabilité II pour les investissements des assureurs dans les infrastructures et les fonds européens d'investissement à long terme (ELTIF)</li> <li>Réviser le règlement CRR pour les banques, en modifiant si nécessaire les calibrages des expositions sur les infrastructures</li> </ul>	T3 2015 en cours
Assurer la cohérence du règlement uniforme de l'UE pour les services financiers	Lancer un appel à contributions sur l'effet cumulé des réformes financières	T3 2015
Favoriser l'investissement institutionnel et de détail		
Étoffer le choix et stimuler la concurrence dans le secteur de détail	Livre vert sur les services financiers et les assurances de détail	T4 2015
Aider les investisseurs de détail à obtenir des conditions plus avantageuses	Évaluation des marchés de produits d'investissement de détail de l'UE	2018
Soutenir l'épargne retraite	Étudier l'opportunité d'un cadre stratégique pour la mise en place de plans européens de retraite individuels	T4 2016
Offrir plus d'opportunités aux investisseurs institutionnels et aux gestionnaires de fonds	<ul style="list-style-type: none"> <li>Évaluation du traitement prudentiel réservé par Solvabilité II, au capital-investissement et aux placements privés de dette</li> <li>Consultation sur les principales entraves à la distribution transfrontière des fonds d'investissement</li> </ul>	2018 T2 2016
Exploiter la capacité des banques à soutenir l'ensemble de l'économie		
Renforcer les réseaux locaux de financement	Étudier la possibilité qu'existent, dans tous les États membres, des coopératives de crédit locales ne relevant pas des règles européennes applicables aux banques en matière d'exigences de fonds propres	en cours
Développer les marchés de titrisation de l'UE	Proposition sur les titrisations simples, transparentes et standardisées (STS) et révision des calibrages des exigences de fonds propres pour les banques	T3 2015
Soutenir le financement bancaire de l'ensemble de l'économie	Consultation sur l'instauration à l'échelle de l'UE d'un cadre pour les obligations garanties et de structures similaires pour les prêts aux PME	T3 2015
Faciliter l'investissement transfrontière		
Supprimer les obstacles nationaux à l'investissement transfrontière	Rapport sur les entraves nationales à la libre circulation des capitaux	T4 2016
Améliorer l'infrastructure de marché pour l'investissement transfrontière	<ul style="list-style-type: none"> <li>Mesures ciblées concernant les règles de propriété des titres et l'opposabilité d'une cession de créance</li> <li>Faire le point sur les progrès accomplis dans l'élimination des obstacles mis en évidence par le rapport Giovannini</li> </ul>	2017 2017
Promouvoir la convergence des procédures d'insolvabilité	Initiative législative sur l'insolvabilité des entreprises, visant à éliminer les principales entraves à la libre circulation des capitaux.	T4 2016
Éliminer les obstacles fiscaux transfrontières	<ul style="list-style-type: none"> <li>Bonnes pratiques et code de conduite pour les procédures d'exonération à la source des retenues à la source</li> <li>Étude sur les obstacles fiscaux discriminatoires aux investissements transfrontières des fonds de pension et des entreprises d'assurance vie</li> </ul>	2017 2017
Renforcer la convergence en matière de surveillance et développer les capacités des marchés des capitaux	<ul style="list-style-type: none"> <li>Stratégie sur la convergence en matière de surveillance afin d'améliorer le fonctionnement du marché unique des capitaux</li> <li>Livre blanc sur la gouvernance et le financement des autorités</li> <li>Élaborer une stratégie pour apporter aux États membres une assistance technique au renforcement des capacités des marchés des capitaux</li> </ul>	en cours T2 2016 T3 2016
Renforcer les capacités pour préserver la stabilité financière	Revoir le cadre macroprudentiel de l'UE	2017

Source : Commission européenne : [http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/index\\_fr.htm#action-plan](http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/index_fr.htm#action-plan).