

L'Union des marchés de capitaux, une finance européenne durable au service de l'économie, des citoyens et de l'environnement

L'Union des marchés de capitaux (UMC) est une initiative de la Commission européenne, lancée en 2015, visant à intégrer les marchés financiers nationaux pour répondre à la crise financière de 2008. Ursula von der Leyen a réaffirmé l'importance de ce projet dans son discours de l'Etat de l'Union du 16 septembre 2020, en fixant le cadre : « construire un monde dans lequel nous voulons vivre, un monde d'une grande fragilité ». C'est dans ce cadre que la finance doit devenir un des leviers permettant de relancer l'économie européenne à la suite d'une nouvelle crise : la pandémie de Covid-19. La Commission européenne a ainsi publié son plan d'action sur l'UMC le 24 septembre dernier, listant 16 initiatives visant à répondre à cette priorité. C'est dans ce contexte que se sont réunis, le vendredi 2 octobre 2020, les acteurs et régulateurs de la finance française et néerlandaise, à la résidence de l'Ambassadeur des Pays-Bas à Paris, à l'occasion d'un événement coorganisé par Confrontations Europe et l'Ambassade des Pays-Bas en France. Les échanges ont permis de revenir sur la nécessité de la construction d'une Union des marchés de capitaux (I) et d'établir des points de convergence sur les modalités de son élaboration (II).

I- Pourquoi intégrer les marchés de capitaux nationaux ?

Les participants ont pu échanger sur la nécessité de développer les marchés de capitaux en complément du financement classique par le crédit bancaire. Compte tenu d'une culture partagée sur les activités d'investissements, ils reconnaissent l'utilité de coopérer pour accélérer la mise en œuvre de cette source de financement en Europe. La reprise du projet UMC s'inscrit dans un contexte européen multidimensionnel :

D'abord, **la relance de l'économie européenne en réponse à la pandémie de Covid-19**. En effet, les entreprises du marché unique sortent d'une crise de trésorerie pour entrer dans une grave tension de solvabilité, marqué par une faiblesse des fonds propres et un niveau d'endettement élevé. Par ailleurs, l'exceptionnelle mobilisation des capitaux publics, prévus par le plan de relance acté lors du Conseil européen du 21 juillet, qui prévoit la distribution de 750 milliards d'euros en direction des Etats membres les plus touchés, ainsi que les plans de relance nationaux, devront être complété par une mobilisation de fonds privés.

Ensuite, **le financement de la transition écologique**, nécessaire à la réussite des ambitieux objectifs du Green Deal : l'UE doit devenir la première économie décarbonée du monde à l'horizon 2050, avec un premier pallier établis à 55% de réduction des émissions carbone en Europe à l'horizon 2030. Pour atteindre cet objectif, la Commission estime à 350 milliards d'euros les besoins en investissement au sein du marché unique. Dans un contexte de crise marqué par la réduction des dépenses publiques depuis 10 ans, les gouvernements ne pourront garantir ce niveau d'investissements seuls.

Enfin, la **transition digitale** au cœur de la stratégie de croissance de l'UE pour les dix prochaines années, qui s'inscrit dans une véritable 4^{ème} révolution industrielle dont l'impact sur la société sera disruptif. Ce défi mobilise déjà des capitaux très importants aux Etats-Unis et en Chine. L'Europe, pour rester dans la course, se doit donc de mobiliser des financements d'ampleur équivalente. Le financement par action est un outil fondamental du développement des entreprises innovantes, pour lesquelles l'accès aux prêts bancaires est souvent complexe, par manque de garanties autres que leurs titres de propriété intellectuelle.

Face à ces 3 défis impliquant des prises de risques incompatibles avec le seul financement par crédit bancaire, un financement diversifié du court au long terme via les marchés de capitaux s'impose. L'économie européenne est encore trop dépendante des prêts bancaires : 70% des entreprises

européennes ont recours à ce mode de financement, alors que ce chiffre chute à 30% sur le marché américain. Elle doit donc rééquilibrer cette répartition en augmentant significativement la filière marché et en s'appuyant sur les investisseurs privés, institutionnels et individuels : pour développer un marché de capitaux, la première étape fondamentale est de mobiliser du capital ! Mais ce développement rapide d'une nouvelle filière financière duale, construite sur une meilleure interaction entre investisseurs et marché implique, au-delà d'un cadre réglementaire adéquat, une réelle dynamique structurelle pour faire émerger l'ensemble de la chaîne d'acteurs capables de remplir cette mission dans des conditions de coûts et de services compétitifs. A ce stade, la question de la souveraineté européenne se pose, compte tenu de l'importance des acteurs non-européens déjà dominants dans ces activités, facteur amplifié par le Brexit. Cette question de souveraineté implique aussi une dimension macroéconomique liée à la maîtrise de la politique monétaire, y compris dans sa dimension systémique : c'est le rôle de l'Euro comme monnaie de réserve, de marché et de paiement.

II- Une Union pour l'investissement durable : la finance comme bien commun

S'il y a convergence sur les raisons qui sous-tendent la création d'une Union des marchés de capitaux, les échanges ont principalement porté sur les modalités de son élaboration.

Tout d'abord, l'événement a été l'occasion de souligner un accord entre les intervenants sur la situation de départ : un système financier fragmenté ; une mosaïque de solutions techniques et nationales ; un marché unique trop peu intégré ; un corpus de textes réglementaires complexes dont la cohérence intersectorielle est insuffisante et enfin, une asymétrie entre les marchés « listés » et le *private equity*.

En ce qui concerne les atouts pour une coopération renforcée entre les Pays-Bas et la France, on peut compter l'expérience Euronext, qui démontre comment plusieurs pays peuvent converger au sein d'une infrastructure de marché pour atteindre une masse critique pan-européenne. Cette mission sera amplifiée lors de la finalisation de la consolidation en cours avec l'Italie.

Dans ce contexte, les intervenants ont souligné les points suivants comme conditions nécessaires à l'émergence d'une Union des marchés de capitaux :

- **Une dynamique politique** : La question de l'UMC n'est pas qu'une combinatoire de textes réglementaires. Son élaboration reposera sur une dynamique d'ensemble tirée par les Etats membres, ainsi que sur une bonne articulation politique avec la Commission et le Parlement européen. Il faut clarifier en amont les objectifs de l'UMC dans le cadre d'initiatives stratégiques intégrant la vision des acteurs concernés : investisseurs, banques, assurances et entreprises ;
- **Un enjeu plus large que les seuls marchés** : Cette dimension pourrait se traduire par un changement de nom du projet. La référence aux marchés en fait un projet « technique », *tool-driven*. Sa dimension est cependant plus large car il s'agit du financement de la croissance européenne répondant à des besoins concrets des citoyens, conditionnés par des priorités de long terme. Il faudrait donc plutôt le rattacher à sa fonction d'investissement, comme par exemple dans la notion d'Union pour l'investissement durable (*sustainable investment union*) ;
- **Créer du capital** : Cet aspect est centré sur la transformation de l'épargnant en investisseur. Il s'agit de mieux partager les risques financiers tout en maintenant la confiance dans les marchés, grâce à la mise en place de nouvelle mesure de protection des consommateurs. Une stratégie de mobilisation des investisseurs de détail passera par la mise en place d'une série d'instruments réglementaires, comme le développement des fonds de retraite à piliers multiples (*multi-pillars pension scheme*), le reformatage des ELTIF (*European Long Term Investment Funds*) ou encore, une simplification des PRIIPS (*Packaged Retail and Insurance-*

based Investment Products). Ces nouvelles réglementations doivent être accompagnées d'un renforcement de l'éducation financière à destination des citoyens ;

- **Mobiliser les investisseurs institutionnels, notamment les fonds de pension et compagnies d'assurance** : La réforme cruciale pour cet aspect concerne la mise en adéquation de la directive Solvabilité 2 avec la réalité des risques de ces secteurs, en prenant en compte la nécessaire structure de long terme de leurs portefeuilles, ainsi que la simplification de l'accès aux investisseurs et au capital ;
- **Transparence** : La confiance est un élément clef et elle repose notamment sur une meilleure accessibilité des données pour les investisseurs. En ce sens, les intervenants ont largement soutenu le point européen d'accès unique (*European single access point*), complété par une analyse financière pertinente et disponible à destination des PME et ETI. S'agissant de la comparabilité des données financières et extra financières, l'initiative néerlandaise *Single business reporting -SBR*, et le rapport de Cambourg en France donnent des premières pistes opérationnelles. Pour être pleinement efficaces, les informations publiées par le point d'accès unique devront être standardisées et facilement comparables. Cet outil implique donc l'élaboration de critères ESG standardisés au niveau européen et international. L'UE a l'opportunité de devenir la référence mondiale en la matière, et doit ainsi intervenir unie dans les institutions internationales en charge de l'élaboration de ces critères, comme l'IFRS, notamment via l'EFRAG ;
- **Prise en compte du besoin des PME** : L'intégration des marchés de capitaux devra passer par la facilitation d'accès aux investissements pour les PME. En effet, les procédures d'entrée en bourse (*listing*) sont encore trop coûteuses financièrement et trop lourdes administrativement ;
- **Cohérence entre l'UMC et l'Union bancaire** : L'UMC repose aussi sur la confiance dans le système bancaire. Ainsi, l'Union bancaire reste encore trop fragmentée et incomplète. En ce qui concerne la réglementation sur les exigences de fonds propres (CDR/CRR), il s'agit de bien prendre en compte le bon équilibre entre les risques financiers et la protection de la compétitivité des acteurs européens, en particulier dans la transposition des accords Bâle IV, qui ne devrait pas impliquer nouvelles conditions prudentielles ;
- **Investissement transfrontalier** : L'intégration des marchés de capitaux nationaux se fera progressivement, en permettant une augmentation graduelle des investissements transfrontaliers. Deux barrières réglementaires centrales semblent se distinguer dans le développement de ce type d'opérations : l'absence de retenues fiscales à la source qui conduisent souvent, pour les PME, à une double taxation entraînant des coûts de trésorerie et des lourdeurs administratives, plaidant pour un soutien de la réforme voulue par l'UE dans ce domaine. La seconde barrière réglementaire concerne les divergences entre les 27 Etats membres en matière de lois sur les faillites des entreprises (*insolvency laws*). Sans nécessairement viser l'harmonisation de ces règles, il faut chercher à faire converger leur comparabilité afin que les investisseurs puissent plus facilement investir dans des entreprises d'autres Etats membres, spécialement dans le cadre de la titrisation ;
- **Supervision européenne** : Enfin, les débats sur l'UMC amènent nécessairement à une discussion sur la question de l'harmonisation des règles de supervision financière européenne. Il est impérieux que les réformes listées ci-dessus face l'objet d'une application harmonisée au sein du marché unique, passant par une supervision directe de l'autorité européenne des marchés financiers (ESMA), qui semble faire l'unanimité parmi les acteurs et régulateurs des secteurs financiers français et néerlandais. Le *momentum* politique en faveur de cette supervision directe est renforcé par le récent scandale *Wirecard* qui montre les lacunes d'une

supervision financière au niveau national. Cependant, cette évolution reste conditionnée à l'élaboration d'un *single European rulebook*.

Ces réformes reposeront sur une dynamique de confiance et de compréhension mutuelle. L'élaboration d'indicateurs de progrès et la mise en place d'un groupe de suivi au niveau européen (*monitoring group*) permettrait d'inciter à la mise en œuvre des réformes listées ci-dessus et du plan d'action proposé par la Commission. Faire de l'UMC une Union pour l'investissement durable (*Sustainable Investment Union*) au sein du marché unique, implique aussi de faire de la finance un bien commun, nécessaire à un développement économique vert, numérique et socialement juste. Cet événement a ainsi été l'occasion de lister les points de convergences politiques majeurs entre acteurs et régulateurs des industries financières françaises et néerlandaises :

1. **Améliorer la transparence et la comparabilité des données financières et non financières pour les investisseurs et les entreprises**, notamment à travers la mise en place d'un point d'accès européen unique (*European Single Access Point*) ;
2. **Soutenir l'engagement des investisseurs de détail dans les marchés de capitaux** en insistant au niveau européen sur l'importance de rendre l'information plus accessible aux citoyens, afin de renforcer la confiance dans ce mode de financement, mais aussi pour conduire une transformation de l'épargne en investissement durable, une véritable union de l'investissement s'appuyant sur les citoyens ;
3. **Faciliter l'engagement des investisseurs institutionnels dans les marchés de capitaux**, notamment via la réforme de Solvabilité II pour le secteur de l'assurance, et de MIFiD II pour le secteur bancaire. Enfin, faciliter l'accès des entreprises en quête de capitaux, d'autant plus fondamental pour renforcer leurs fonds propres dans la période post-Covid, notamment via la simplification des règles d'entrée en bourse pour les PME, aujourd'hui financièrement et administrativement trop lourds.
4. **Faire converger progressivement la supervision financière européenne**, en renforçant le rôle des autorités européennes de surveillance, notamment de l'ESMA, afin d'assurer une application cohérente des réglementations financières au sein du marché unique.

Ces réformes sont issues d'années de réflexion des acteurs et experts de la finance en Europe, et appellent maintenant à un soutien politique au plus haut niveau des institutions européennes et des Etats membres pour que l'Union des marchés de capitaux puisse voir le jour et contribuer à la révolution économique à laquelle fait face l'UE.