

L'Union des marchés des capitaux : un changement de paradigme pour stimuler la croissance en Europe

L'UE entend fonder sa future politique de croissance sur l'intégration des marchés nationaux des capitaux. Ce projet n'aboutira toutefois que si les institutions politiques et les acteurs du marché affichent une volonté de changement. La Suisse pourrait profiter d'un tel marché intégré. *Aline Jörg, Lea Hungerbühler*

Abrégé Dans l'Union européenne (UE), le marché des capitaux est très fragmenté. Il joue donc un rôle nettement moindre que les crédits bancaires lorsqu'il s'agit de financer les entreprises. Il n'a, du reste, pas pu compenser la frilosité des banques pendant la crise financière de 2008. C'est pour stimuler la croissance et lever les fonds nécessaires que la Commission européenne a lancé une initiative visant à créer l'Union des marchés des capitaux (UMC). Une telle intégration complétera le financement par les banques et encouragera l'investissement. Cela élargira l'offre pour les entreprises en quête de fonds et combattrà les effets de tout resserrement du crédit bancaire. Contrairement aux premières normes adoptées à la suite de la crise financière, l'UMC devrait éliminer les entraves réglementaires inutiles. La réussite de cette initiative dépendra de l'écho qu'elle suscitera auprès des États membres et des acteurs du marché. L'interdépendance économique qui unit la Suisse à l'UE permet de supposer que notre pays en profitera également.

La crise financière de 2008 a frappé l'UE de plein fouet, donnant un coup de frein brutal à la croissance, menaçant l'équilibre du système bancaire et asséchant le financement de l'économie. Les premières initiatives législatives adoptées pour résoudre la crise économique et financière visaient principalement à stabiliser le système et à protéger les investisseurs. Elles se sont transformées en un nombre incalculable de nouvelles normes, y compris dans l'UE. Il a fallu attendre le milieu de 2014 pour que la Commission européenne lance une offensive destinée à favoriser l'investissement. Désormais, il ne s'agit plus de réglementer le secteur, mais d'améliorer la compétitivité et de stimuler la croissance. Une partie du train de mesures proposé prévoit de créer l'Union des marchés des capitaux (UMC). Cette nouvelle étape sur le chemin de l'union économique vise à intégrer et à approfondir les marchés de capitaux actifs dans l'UE. Le projet s'inspire du modèle étatsunien : alors que l'économie européenne a une taille comparable à celle des États-Unis, les marchés d'actions en Europe sont deux fois plus petits que ceux d'outre-Atlantique. Les marchés des capitaux jouent un

rôle secondaire¹ dans le financement des PME européennes, qui provient à plus de 75 % de crédits bancaires². Cette forte dépendance peut aboutir à un resserrement du crédit en cas de crise. C'est pour éviter cela que l'UE veut dynamiser ses marchés d'actions et d'obligations.

L'UE veut que le financement bancaire et le marché des capitaux – qu'elle désire solide et intégré – interagissent de manière optimale. Cela permettra de mobiliser des capitaux, de répartir les risques sur les différents acteurs et d'atténuer les dangers en temps de crise. De la sorte, les futurs soubresauts bancaires perdront de leur impact sur l'économie réelle de l'UE et la croissance sera libérée des entraves que constituent le resserrement du crédit et la fragmentation des marchés des capitaux.

Ouvrir le marché des capitaux aux PME

Le plan d'action de la Commission européenne, publié l'automne dernier, propose des mesures concrètes. Il prévoit égale-

ment d'élaborer des rapports et de soumettre certains éléments à consultation. Étant donné que les PME contribuent pour plus de moitié au PIB de l'espace communautaire³ et que les jeunes pousses sont considérées comme des moteurs de la croissance et de l'innovation, le plan attache une importance particulière au financement de l'innovation, de ces jeunes pousses et des sociétés non cotées. L'UE a l'intention de modifier divers règlements⁴ pour simplifier le financement transfrontière des PME et des jeunes pousses, accroissant par là même l'attrait de ce segment pour les épargnants privés.

La Commission européenne prévoit d'autres mesures pour faciliter l'accès des emprunteurs aux marchés des capitaux et réduire leur dépendance envers les crédits bancaires. Actuellement, les entreprises de l'UE ne se bousculent pas pour lever des fonds sur le marché des capitaux, tant en raison des commissions élevées, pouvant atteindre 15 % de la valeur d'émission, que des dispositions réglementaires⁵. Un assouplissement des exigences à remplir pour les prospectus – qui fournissent aux investisseurs des informations sur la nature et les risques des titres émis – permettrait aux PME d'accéder aux marchés des capitaux à un coût plus abordable.

Une autre priorité du plan d'action est de promouvoir les investissements durables, en particulier pour les infrastructures. À cet effet, Bruxelles prévoit de créer une nouvelle classe d'actifs dont les exigences en matière de fonds propres se-

¹ La situation varie beaucoup d'un État membre à l'autre.

² Voir le Plan d'action pour construire l'Union des marchés des capitaux du 30 septembre 2015, p. 8.

³ Commission européenne, *Annual Report on European SMEs 2014/2015*, 2014, p. 10.

⁴ Règlement (UE) 345/2013 du 17 avril 2013 relatif aux fonds de capital-risque européens (EuVECA); règlement (UE) 346/2013 du 17 avril 2013 relatif aux fonds d'entrepreneuriat social européens (EuSEF).

⁵ European IPO Task Force, *EU IPO Report*, 23 mars 2015, p. 30.

ront moins strictes pour les assureurs. En outre, le règlement sur les fonds européens d'investissement à long terme⁶, entré en vigueur en décembre dernier, ouvre de nouvelles perspectives aux investissements transfrontières dans des projets d'infrastructures.

Stimuler l'investissement

Pour mobiliser les capitaux dont l'UE a besoin, la Commission européenne veut favoriser l'investissement de détail et l'investissement institutionnel. Dans ce but, elle s'efforce de promouvoir la transparence et d'améliorer l'intelligibilité de l'information disponible sur les marchés des capitaux, surtout pour les petits épargnants. S'agissant des investisseurs institutionnels, son plan d'action prévoit de favoriser les financements à long terme et celui des PME. La commission espère aussi que les services en ligne mobiliseront davantage de capitaux. Cette question a été soumise à consultation fin 2015.

Le plan d'action s'adresse également aux banques. La promotion du marché des capitaux ne doit pas évincer ces établissements. Ainsi, les nouveaux capitaux dont disposent les entreprises dégagent des possibilités de financement par l'emprunt, donc par les banques. La titrisation est, en outre, appelée à servir d'outil de transfert de risques: les titrisations standardisées accroîtront la confiance des investisseurs, réduiront les frais administratifs et soulageront les bilans bancaires. À cet effet, la Commission européenne envisage aussi de modifier les exigences de fonds propres pour les banques.

Dans les États membres de l'UE, les marchés des capitaux ont une vocation essentiellement locale; si l'on veut favoriser les investissements transfrontières, il s'agira de dépasser cette préférence nationale. Pour ce faire, la Commission européenne examine la convergence des



Courtiers à Francfort. Les entreprises de l'UE doivent pouvoir lever plus simplement de l'argent sur le marché des capitaux.

dispositions légales au sein de l'UE. Elle propose des mesures visant à accroître la sécurité juridique, tant pour les opérations de titrisation transfrontières que pour les cessions de créances. Elle étudie comment harmoniser la fiscalité et le droit de l'insolvabilité. En matière d'impôts, la commission remet surtout en question le traitement préférentiel dont bénéficie la dette au détriment des fonds propres. En outre, elle envisage de mettre en place des systèmes d'exonération des retenues à la source en raison de la double imposition, fréquente dans l'UE, et de la difficulté d'en obtenir le remboursement.

Plus de choix, plus de concurrence

Si la première réaction de l'UE à la crise financière a été de réglementer tous azimuts, le plan d'action va dans la direction

opposée. Il prévoit en effet un examen approfondi des actes juridiques en vigueur pour en identifier les contradictions et les charges réglementaires inutiles qui freinent à long terme les investissements et la croissance.

Le plan d'action prend en considération les divers stades de la croissance d'une entreprise: fondation, expansion et consécration. Cette approche globale semble judicieuse, car elle procure aux investisseurs un vaste choix parmi les différentes variations du couple risque-rendement. Autre avantage de l'intégration des marchés, elle élargit la gamme de placements, qui s'enrichit des opérations transfrontières. Ces mesures accroissent par ailleurs l'offre des bailleurs de fonds, ce qui stimule la concurrence et pourrait entraîner une baisse des coûts de financement. Sur un marché sain, l'augmentation de l'offre et de la demande a pour corollaire une meilleure allocation des ressources, sans compter que l'élargissement de l'offre répartit mieux les risques.

⁶ Règlement (UE) 2015/760 du 29 avril 2015 sur les fonds européens d'investissement à long terme (FEILT).

L'UMC intéresse la Suisse

En Suisse comme dans l'UE, le marché des capitaux a moins d'importance que le financement bancaire. Eu égard aux relations économiques étroites que l'une et l'autre entretiennent, notre pays peut en toute logique tirer parti de l'approfondissement du marché financier européen. Le plan d'action n'aborde qu'en passant les

coopérations avec les États tiers: la Commission européenne cherchera à établir des cadres de coopération avec les pays tiers clés dans le domaine de la réglementation des services financiers, pour renforcer l'intégration des marchés des capitaux⁷.

Compte tenu de la mondialisation des marchés financiers, le succès de l'Union

des marchés des capitaux (UMC) passe par une vision internationale de la situation. Pôle de la gestion de fortune et de la gestion d'actifs, la Suisse dispose du potentiel et des ressources nécessaires pour jouer un rôle décisif dans le financement de l'économie européenne. Notre pays suit de près l'évolution de la réglementation dans l'UE, afin d'étudier

à temps les interventions nécessaires à la préservation de sa compétitivité et à l'amélioration des conditions d'accès au marché.

⁷ Plan d'action pour construire l'Union des marchés des capitaux, 30 septembre 2015, p. 31.

L'UMC, un pari non dénué de risques

La diversification des risques n'est toutefois pas exempte de dangers : les risques ne sont plus supportés à l'échelon local – là où ils peuvent être le mieux évalués –, mais répartis sur l'ensemble de l'UE. De plus, l'intégration croissante des marchés augmente la probabilité d'un effet domino en temps de crise. Si l'on veut favoriser les mécanismes de financement novateurs et réduire les coûts ainsi que le travail administratif pour faciliter l'accès au marché des capitaux, il ne faut pas pour autant négliger la protection des investisseurs. La Commission européenne veut mettre en route certains projets permettant de transférer au secteur bancaire parallèle des activités typiquement bancaires, ce qui comporte des risques systémiques et soulève des questions liées à la protection des investisseurs.

Les exigences applicables aux fonds propres des banques et des assurances constituent un autre aspect délicat du plan d'action. En effet, pour étendre les financements bancaires et autoriser les assureurs à financer des infrastructures, comme le prévoit la Commission européenne, il faut prendre en compte la nécessité d'une dotation suffisante en fonds propres. S'agissant du marché des titrisations, signalons pour terminer que, suivant les modalités adoptées, il peut aussi présenter des dangers – comme la crise financière de 2008 l'a si bien montré. Il convient de garder ces risques à l'esprit pour définir les nouvelles réglementations, car l'approfondissement des marchés des capitaux ne doit pas se payer par de nouveaux risques systémiques.

Les spécialistes considèrent généralement que le plus grand obstacle sur la voie de l'UMC est à rechercher dans les systèmes fiscaux de chaque pays⁷. La Com-

mission européenne a beau avoir identifié ce problème, une amélioration prochaine n'est guère possible, car la fiscalité reste une compétence nationale. Bruxelles se borne donc à formuler des suggestions, dont l'application est laissée au bon vouloir de chaque État.

Il reste à voir si l'imitation du modèle étatsunien, aboutissant à un marché des capitaux à vocation internationale, est une mesure judicieuse : à l'heure actuelle, dans l'UE, les banques sont les seuls bailleurs de fonds qui connaissent suffisamment le contexte local pour financer les PME. Ajoutons que la propension aux risques des investisseurs européens est moindre, de sorte que copier le modèle étatsunien ne semble guère prometteur.

Les acteurs ont la clé de la réussite

Même si certains déplorent qu'elle manque pour l'instant de substance, l'UMC constitue un changement de paradigme dans la réglementation des marchés financiers en Europe. La protection des investisseurs et la stabilité du système, avec leurs normes strictes, laissent place à un projet d'intégration axé avant tout sur la croissance économique. L'UE aura fort à faire pour parvenir à un équilibre entre ces deux objectifs, à la fois contradictoires et complémentaires.

Bruxelles devrait saisir la chance que représente la complémentarité du marché des capitaux et du financement bancaire, tout en évitant que les banques transfèrent en masse leurs activités dans le secteur bancaire parallèle.

L'harmonisation et l'approfondissement du marché des capitaux s'avéreront ardues s'il est impossible d'accorder des éléments aussi importants que la fiscalité et le droit de l'insolvabilité dans l'ensemble de l'UE. Le succès du plan d'action dépendra dès lors, dans une large mesure, des possibilités d'harmonisation du droit économique – une compétence nationale – et de la vo-

lonté des États membres d'entreprendre les réformes nécessaires. De surcroît, les pratiques des acteurs du marché seront déterminantes, par exemple pour restaurer la confiance des investisseurs.

L'UMC est un projet à long terme qui fait intervenir un grand nombre d'acteurs et dont les dispositions afférentes sont encore en cours de conception. Sa concrétisation dépendra de sa capacité à associer aux efforts l'ensemble des membres de l'UE, les principaux États tiers et les acteurs des marchés financiers, et à trouver l'équilibre adéquat, d'une part entre les banques et les marchés des capitaux, d'autre part entre la protection des investisseurs et la simplification des procédures administratives. Même s'il est encore trop tôt pour prédire avec certitude que l'UMC stimulera réellement l'investissement et la croissance, le projet adopte une approche judicieuse permettant d'aboutir à l'intégration et à l'approfondissement du marché financier européen.



Aline Jörg

Section Relations en matière de marchés financiers, Secrétariat d'État aux questions financières internationales (SFI), Berne



Lea Hungerbühler

Section Relations en matière de marchés financiers, Secrétariat d'État aux questions financières internationales (SFI), Berne

⁷ CFA Institute, *Capital Markets Union Survey Report*, avril 2014, p. 5 ss.