

CERCLE ORION

*Club de réflexion politique et
d'influence indépendant*

**Marchés de capitaux :
l'union fait la force**

Mai 2021

**Paris / Londres / Bruxelles / Luxembourg / Beyrouth /
Dubai / Singapour**

Le Cercle Orion

Club de réflexion politique et d'influence indépendant

Le Cercle Orion est un club *politique* et d'influence indépendant, laboratoire d'idées de référence, visant à promouvoir l'engagement de la jeune génération, fondé en janvier 2017 par Alexandre MANCINO.

Son but est de prendre part au débat intellectuel et de contribuer à la compréhension des enjeux et transformations du XXI^e siècle pour agir et être source de propositions pour le monde de demain. Il s'articule autour d'évènements de très haute qualité avec des personnalités du monde politique, économique ou intellectuel ainsi qu'à travers des contributions d'experts sur les sujets de société.

Les activités du Cercle visent à éclairer les décideurs publics et privés confrontés aux enjeux contemporains.

À travers l'ensemble de ses activités – *réflexions, propositions, publications, lobbying & influence, accompagnement de start-ups, évaluation des politiques publiques, participation citoyenne et expérimentation* – le Cercle Orion joue un rôle d'acteur du débat démocratique.

Pour plus d'informations, veuillez consulter : www.cercleorion.com

Marchés de capitaux : l'union fait la force

Rapport rédigé par Adrien Martin, membre du Comité Europe et Affaires Internationales, et Lucas Schvartz, membre du comité Economie et Finance du Cercle Orion

Ce rapport vise à relancer l'intégration des marchés financiers européens afin de permettre une relance vigoureuse, écologique et solidaire de l'économie de l'Union européenne.

TABLE DES MATIÈRES

Introduction	5
Partie I – Constat : une Union incomplète	6
I. Les enjeux de l’intégration des marchés financiers européens	6
II. Le coût de l’absence d’intégration	8
A. Faible variété des sources de financement	8
B. Dépendance à l’égard de prestataires étrangers	9
C. Le manque d’attractivité des places européennes	9
Partie II – Propositions : une Union à bâtir	11
I. Propositions relatives à la création d’un marché unique de capitaux	11
A. Améliorer la fluidité de la circulation du financement	11
B. Décloisonner les marchés nationaux et renforcer le poids international de l’euro	12
C. Diriger l’épargne vers les investissements créateurs de valeur à long-terme.....	13
II. Propositions relatives aux règles prudentielles et à la réglementation boursière	14
A. Réviser les exigences prudentielles issues de « <i>Solvabilité II</i> »	14
B. Clarifier la position de la France sur la finalisation de « <i>Bâle III</i> ».....	15
III. Propositions visant à assurer la transition écologique, sociale et solidaire	16
A. Créer un Bureau européen unique de l’information non financière.....	16
B. Créer des normes RSE utiles et lisibles pour les acteurs de marché	17
Bibliographie	19

Introduction

« Décidés à assurer par une action commune le progrès économique et social de leurs Etats en éliminant les barrières qui divisent l'Europe »¹, les Etats membres de l'Union européenne le sont moins lorsqu'il s'agit d'éliminer celles qui fragmentent les marchés de capitaux du Vieux Continent. Alors que la libre circulation des capitaux est posée, à l'article 63 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, comme un principe fondamental de l'Union, celle-ci se trouve vidée de sa substance en pratique, tant les régulations boursières nationales divergent. Ajoutons à cela la densité et le caractère peu lisible de la réglementation financière européenne et le décor est posé pour le *law shopping*², la concurrence déloyale entre places et entre acteurs de marché, l'allocation non optimale des ressources et la divergence entre économies nationales.

Longtemps cette situation a pu sembler sans issue. Comme l'ont illustré les négociations liées à la directive OPA³, et comme l'ont également montré la directive MIF, la directive abus de marché et le règlement abus de marché, les Etats membres ont beaucoup de difficultés à faire advenir une réglementation uniforme sur leurs places financières et se contentent le plus souvent d'énoncer des principes généraux et vagues, rapidement noyés sous la plume prolifique de l'ESMA. Mais la donne a changé. Le départ du Royaume-Uni constitue une opportunité de poursuivre plus avant l'harmonisation financière. Le système monétaire international est en mutation. La croissance atone de la zone euro et les tensions internationales ont fait prendre conscience aux Européens de la nécessité de dynamiser leurs échanges et de relancer l'intégration.

C'est dans ce contexte que la Commission européenne promeut le projet d'Union des marchés de capitaux⁴. La pandémie de coronavirus, la récession dans laquelle nous sommes entrés l'année dernière et les défis liés à la transition énergétique et démographique le démontrent : il est indispensable, pour la prospérité, la souveraineté, et pourrait-on même dire la survie de l'Union européenne, de faire advenir au plus vite un marché unique des capitaux, fondé sur des produits financiers standardisés, des normes uniformes et légères, et une fluidité parfaite dans les opérations transfrontalières.

Jean Monnet déclarait, à propos du rejet par l'Assemblée nationale en 1954 du projet de Communauté Européenne de Défense, que « l'Europe se fera dans les crises, et elle sera la somme des solutions apportées à ces crises »⁵. Face à la crise écologique, sanitaire et économique qui frappe aujourd'hui le continent, l'heure est venue pour les Européens de s'approprier de nouveau cette maxime, et de libérer enfin le plein potentiel de leurs marchés de capitaux.

¹ Préambule du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne.

² Pratique consistant, pour un justiciable, à mettre en concurrence différents systèmes de droit et à se placer sous les auspices du régulateur le moins exigeant.

³ La directive 2004/25/CE a été approuvée par le Parlement européen à l'issue de douze ans de négociations, et a profondément divisé les Etats membres.

⁴ Ce projet a été lancé sous la forme d'un plan d'action par la Commission européenne en 2015, et fait suite au parachèvement de l'Union bancaire.

⁵ J. Monnet, *Mémoires*, 1976.

Partie I – Constat : une Union incomplète

S'il conviendra, à titre liminaire, de rappeler les principaux enjeux de l'intégration européenne des marchés de capitaux (I), il faudra également donner ici quelques ordres de grandeur, afin d'établir la nécessité d'une intégration plus aboutie (II).

I. Les enjeux de l'intégration des marchés financiers européens

L'Union des marchés de capitaux est une solution à l'asymétrie fondamentale qui existe, du point de vue de l'intégration européenne, entre l'intermédiation bancaire et les marchés financiers. Ainsi, si l'Union bancaire, à la suite de la crise des *subprimes* puis des dettes souveraines⁶, peut aujourd'hui être jugée comme quasi-complète, l'Union des marchés de capitaux est quant à elle encore en chantier. Or une telle asymétrie est de toute évidence néfaste pour l'économie européenne. Elle accentue la forte dépendance des entreprises du continent à l'égard du financement bancaire et limite leurs choix de financement comme leur appétence pour le risque. Elle amène également les dirigeants des PME, ETI et grandes entreprises européennes à aligner leur comportement sur les intérêts de leurs créanciers bancaires, au détriment des autres parties prenantes⁷. Afin d'optimiser la performance économique de l'Union européenne, il semble ainsi capital d'opérer un partage des risques par le secteur privé, et de permettre une plus grande diversification des sources de financement.

Il s'agirait également, pour l'Union européenne, d'atteindre véritablement son objectif de libre circulation des capitaux, qui trouve sa source dans l'article 63 du TFUE. Il est ainsi tout de même surprenant de constater que le marché unique, très avancé pour ce qui est du commerce de marchandises, n'en est qu'à ses balbutiements pour ce qui est des services financiers, pour des motifs conjoncturels mais aussi historiques⁸. A ce jour, l'intégration économique du continent se trouve freinée par un ensemble d'entraves réglementaires et par la méfiance dont font preuve les citoyens de tel ou tel Etat membre vis-à-vis des places boursières et des autorités de régulation de tel ou tel autre⁹. Afin de faire de la zone euro une zone monétaire optimale au sens de Robert Mundell¹⁰, il est donc essentiel de décloisonner les marchés de capitaux et de rétablir la mobilité des capitaux et de la liquidité au sein de la zone euro. En effet, l'union monétaire présente notamment des inconvénients de nature macroéconomique, car elle prive les Etats de la zone Euro d'une politique monétaire autonome. Or des chocs asymétriques, c'est-à-dire des chocs économiques qui touchent différemment les secteurs et les territoires d'une région, donnent sens à une politique monétaire différenciée entre les pays de la zone Euro. Une mobilité plus grande

⁶ L'Union bancaire elle-même est née d'un texte adopté par le Parlement européen le 15 avril 2014, et entré en vigueur au 1^{er} janvier 2015. Il ne s'agit pas d'un hasard si le projet d'Union des marchés de capitaux date de 2015.

⁷ Les actionnaires ne sont pas les seuls à pâtir de cette concentration du pouvoir entre les mains des créanciers bancaires. En plus de réduire les marges de manœuvre du haut management, l'absence de concurrence entre les sources potentielles de financement, en augmentant le coût des liquidités pour les entreprises, a une répercussion directe sur les prix pour le consommateur.

⁸ M. Kahler, « European Protectionism in Theory and Practice », *World Politics*, volume 37, numéro 4, juillet 1985, pages 475-502, et pour une illustration plus récente, F. M. Lancieri, « Digital protectionism? Antitrust, data protection, and the EU/US transatlantic rift », *Journal of Antitrust Enforcement*, volume 7, numéro 1, mars 2019, pages 27–53.

⁹ La crise de la dette grecque s'est ainsi traduite par un tarissement des flux d'investissement venus du nord de l'Europe. A ce sujet, voir P. Artus et M.-P. Virard, *L'euro : par ici la sortie ?*, 2017.

¹⁰ R. Mundell, « A theory of optimum currency areas », *American Economic Review*, volume 51, 1961.

des facteurs de production, dont le capital, permettrait de réagir à ces chocs par un autre biais que par la politique monétaire.

La sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne amène également son lot d'incertitudes sur les marchés de capitaux européens. En effet, le Royaume-Uni a longtemps joué un rôle clef dans l'évolution du droit européen des marchés financiers. Il appartient désormais aux Européens du continent de construire leur propre système financier et leur propre modèle de régulation. Les accords conclus au début de l'année 2021, et assurant l'accès des banques et des prestataires européens de services d'investissement aux *pools* de liquidité et aux chambres de compensation britanniques, étaient indispensables mais ne sauraient constituer une solution viable à terme. Les institutions européennes devront à l'avenir s'efforcer d'assurer l'autonomie stratégique et la souveraineté financière des Etats membres, afin de rendre du crédit à la construction européenne fragilisée par la sortie du Royaume-Uni.

Le vieillissement de la population¹¹, caractéristique notable du continent européen, constitue quant à lui un véritable défi pour les gestionnaires d'actifs, compagnies d'assurance et fonds de pension opérant au sein de l'Union européenne. Au-delà de l'opposition entre systèmes *beveridgiens* et *bismarckiens*¹², l'Union européenne se caractérise par une grande diversité dans les modes de calcul¹³ et dans la place de la capitalisation dans les régimes de retraite. Si le principe de la retraite par répartition n'est pas remis en cause, le bon sens mathématique conduit irrémédiablement à penser que la capitalisation jouera à l'avenir un rôle beaucoup plus important¹⁴. De ce point de vue, les agents économiques européens pâtissent d'un retard significatif sur leurs homologues américains. L'Union des marchés de capitaux doit y remédier si les Etats européens souhaitent éviter la multiplication des conflits sociaux et générationnels.

La décennie 2020 s'annonce également décisive du point de vue de la transition écologique. Or, la lutte contre le dérèglement climatique suscitera nécessairement des besoins de financement colossaux, tant pour les Etats que pour les entreprises. Le coût de la mise en œuvre des accords de Paris sur le climat, permettant de maintenir en deçà de 1,5 °C la hausse des températures par rapport à leur niveau préindustriel¹⁵, est estimé quelque part entre 14 000 et 91 000 milliards d'euros pour les économies du G20, et entre 3 200 et 21 000 milliards d'euros pour l'espace économique européen¹⁶. Afin de relever le défi écologique, la solution la plus plausible consiste à rediriger massivement les économies des ménages européens, dont le taux d'épargne est stable à 5,5% du revenu disponible sur la décennie 2010¹⁷, vers les produits financiers les plus vertueux du point de vue environnemental. Un tel fléchage ne sera possible qu'à l'aide d'une fiscalité incitative, mais aussi d'infrastructures de marché qui suscitent l'engouement des

¹¹ Eurostat estime ainsi qu'en 2019, 20% de la population de l'UE 27 est âgée de 65 ans ou plus, une proportion qui devrait s'élever à 30% en 2050.

¹² Les systèmes *bismarckiens*, fondés sur des cotisations prélevées sur les salaires, sont prédominants en Europe continentale. Les systèmes *beveridgiens*, financés par l'impôt, sont le propre des îles britanniques et des pays scandinaves.

¹³ Se côtoient ainsi des systèmes par annuités (Europe occidentale, centrale et balkanique), par points (Allemagne, Croatie, Slovaquie, Roumanie, Estonie) et par comptes notionnels (Italie, Pologne, Danemark, Suède, Lettonie).

¹⁴ La part des actifs dans la population déclinant naturellement, il deviendra à terme impossible pour un nombre de plus en plus restreints de travailleurs de financer intégralement des retraites de plus en plus importantes.

¹⁵ Accords de Paris, article 2.

¹⁶ Wei Y.M., Han R., Wang C. *et al.*, « Self-preservation strategy for approaching global warming targets in the post-Paris Agreement era », *Nature Communications*, 11, 1624 (2020).

¹⁷ OCDE (2021), Epargne des ménages (indicateur).

épargnants. Il suppose enfin la création de normes permettant à tout un chacun d'identifier de manière adéquate les produits financiers véritablement verts.

Enfin, dans un contexte économique marqué par la pandémie de coronavirus, il est essentiel de faciliter la recapitalisation des entreprises européennes sur les marchés financiers. Les entreprises disposant de prêts garantis par l'Etat, et préservées à court terme des problèmes de liquidité, risquent de voir leur solvabilité se dégrader. Si elles rencontrent des difficultés à se refinancer, il faut s'attendre à des faillites en série, qui ne manqueront pas de fragiliser le tissu économique européen. Les PME et TPE françaises sont particulièrement à risque¹⁸. Il est donc d'autant plus nécessaire de faciliter l'accès de ces entreprises aux marchés de capitaux, par des solutions innovantes et accessibles.

II. Le coût de l'absence d'intégration

A. Faible variété des sources de financement

Les marchés de capitaux européens souffrent d'un sous-développement chronique. Ils représentent 150% du PIB aux Etats-Unis contre seulement 70% au sein de l'Union européenne¹⁹. La Banque centrale européenne estime que 85% du financement des entreprises européennes se fait par le crédit, contre 15% seulement par le marché (ces proportions s'élèvent respectivement à 35% et 65% aux Etats-Unis). Ce phénomène tient à des choix culturels, historiques et réglementaires. Il s'explique également par l'étroitesse relative des marchés européens nationaux. A niveau de risque équivalent pour leurs prêteurs, les entreprises européennes tendent ainsi à payer un coût de la dette après impôt plus élevé que leurs homologues américaines. Si de nombreux facteurs (y compris les règles prudentielles) ont leur rôle à jouer dans ce différentiel, il ne fait guère de doute que l'absence de mise en concurrence entre les différentes sources de financement y participe.

Cette faible variété des sources de financement frappe de manière disproportionnée les PME européennes. Celles-ci ont de grandes difficultés d'accès aux marchés financiers et aux produits qui leur permettraient de diversifier leurs pourvoyeurs de fonds, à l'image des Euro PP. Cette situation est hautement préjudiciable à l'économie européenne, tant la croissance est portée par les petites et moyennes entreprises.

La dépendance excessive des entreprises européennes à l'endettement bancaire a également un coût écologique. Il existe en effet une forte corrélation entre la part du crédit bancaire dans le financement des entreprises et leur impact environnemental²⁰. L'état actuel de la recherche ne permet pas de parvenir à un chiffre précis de ces coûts, mais ils paraissent non négligeables.

¹⁸ S. Ouvrard, P. Barneto et Y. Rannou, « Comment répondre à l'urgence de renforcer les fonds propres des entreprises ? », *The Conversation*, 7 juillet 2020.

¹⁹ Fédération bancaire française, « Mémo n°9 – Développer les marchés de capitaux en Europe », 19 février 2020.

²⁰ T. Beck et R. Levine, « Industry Growth and Capital Allocation: Does Having a Market- or Bank-Based System Matter? », *Journal of Financial Economics*, vol. 64, 2002, pages 147-180 ; J. Brown, G. Martinsson et B. Petersen, « Stock Markets, Credit Markets, and Technology-led Growth », *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 32, 2017, pages 45-59 ; R. De Haas et A. Popov, « Financial Development and Industrial Pollution », 2019.

B. Dépendance à l'égard de prestataires étrangers

Si l'Union européenne a longtemps pu se targuer d'un excédent commercial important sur les services financiers, la situation s'est renversée avec la sortie du Royaume-Uni. A ce jour, les vingt-sept sont importateurs nets de services financiers, une situation préjudiciable à leur souveraineté financière et économique. Faut-il rappeler que la maîtrise des outils de financement est un instrument essentiel de la puissance ? Elle l'est d'autant plus que le niveau d'endettement des ménages, des entreprises et des institutions publiques atteint un niveau record dans les pays de l'OCDE.

	Exportations	Importations	Solde
UE 28 ²¹	82,5	50,5	32,0
Royaume-Uni ²²	70,0	22,0	48,0
<i>Dont échanges avec l'UE 27²³</i>	<i>31,5</i>	<i>9,0</i>	<i>22,5</i>
UE 27	21,5	60,0	-38,5

Données 2018, en milliards d'euros (€).

Pour éviter un appauvrissement lié au déficit de leur balance commerciale, et afin d'assurer leur pleine souveraineté financière, les Etats membres de l'Union européenne doivent dynamiser leur secteur financier. Cela passe avant tout par la création d'un grand marché unique des services financiers, qui permettra à des champions européens d'émerger.

C. Le manque d'attractivité des places européennes

Plus généralement, les places européennes souffrent d'un manque d'attractivité, tant vis-à-vis de celles des marchés émergents que de celles des Etats-Unis. Les entreprises européennes ne vont plus en bourse, repoussées par les coûts de mise en conformité qui pèsent sur les émetteurs. L'Union européenne subit ainsi une véritable hémorragie. Ses entreprises cotées délaissent les marchés financiers pour de grands fonds d'investissement anglo-saxons, ce qui nuit au mécanisme de formation des prix et crée un marché des capitaux opaque. Selon la *Federation of European Securities Exchanges*, entre 2014 et 2019 :

- Il y a eu en moyenne chaque année environ 150 introductions en bourse pour 110 retraits de la cote (RM seulement) ;
- La capitalisation boursière totale des sociétés se retirant de la cote augmente, passant de 50 à 700 milliards d'euros ;
- Le nombre annuel total de nouvelles cotations est passé, RM et MTF compris, d'environ 350 à environ 110 ;
- Le secteur financier est de loin le plus durement touché par les retraits de la cote, ce qui suscite des interrogations quant à sa transparence et quant à la souveraineté financière européenne ;

²¹ Eurostat, International trade in services by type of service

²² A. Shalchi, C. Rhodes et G. Hutton, « Financial services: contribution to the UK economy »

²³ IG, « How will Brexit impact UK financial services? », 11 avril 2019

- La majorité (50%) des retraits de la cote est causée par des fusions avec des sociétés non cotées et des offres publiques de retrait, une proportion non négligeable (10%) est provoquée par la dissolution.

La tendance de fond au retrait de la cotation est préoccupante. Si dans l'opinion publique française les marchés financiers ont mauvaise presse, il est bon de rappeler qu'à la différence d'autres modes de financement, comme le *Private Equity* ou le *Venture Capital*, ils sont des espaces transparents et égalitaires. Par la formation instantanée des prix, ils permettent une allocation des ressources financières rapide et le plus souvent correcte.

Partie II – Propositions : une Union à bâtir

Ces propositions se subdivisent en trois catégories : celles qui visent à faire advenir un marché unique des capitaux (I), celles qui ont pour but de mettre en phase la réglementation financière européenne avec la réalité économique telle qu'elle est vécue par les opérateurs (II), et enfin, celles qui se rapportent à la transition écologique, sociale et solidaire (III).

I. Propositions relatives à la création d'un marché unique de capitaux

A. Améliorer la fluidité de la circulation du financement

L'Union des marchés des capitaux doit être premièrement favorisée par une fluidité accrue du capital. Tout en restant dans un cadre étroitement régulé, l'Europe pourrait bénéficier d'une intensification des échanges de capitaux permise par l'innovation financière. Loin de favoriser une finance purement spéculative et détachée de la sphère réelle, l'Union des marchés des capitaux permettrait de bénéficier des facilités de circulation des capitaux permises par la recherche afin de financer les secteurs rentables et d'avenir.

Un premier chantier sur lequel l'Europe pourrait progresser est la clarification et l'amélioration de la qualité de l'information sur les marchés boursiers. Une simplification des règles de cotation pourrait beaucoup apporter aux places financières européennes. Sur le modèle de la *Financial Industry Regulation Authority* (Finra) américaine, un organisme institutionnel pourrait récolter et synthétiser l'information disponible sur les transactions financières publiée par les places financières de l'UE. Cet éparpillement des bourses rend difficile, à l'heure actuelle, de collecter efficacement et de comparer les données des places financières qui ont chacune des particularités dans la présentation de leurs bilans. Cet environnement aux coûts de *trading* incertains peut dissuader les investisseurs qui ne savent pas toujours bien quelles valeurs présenteraient le plus d'intérêt pour eux. Une amélioration de l'information disponible passerait aussi par une cotation plus précise, notamment grâce à une bonne tenue de marché²⁴.

La circulation des capitaux serait aussi grandement améliorée par un assouplissement de certaines réglementations qui entravent quelque peu sa fluidité. Il pourrait être judicieux d'assouplir les conditions de commercialisation de certains produits financiers pour éviter la surinformation, qui crée des inégalités entre émetteurs et dissuade les épargnants. Il s'agirait aussi de conférer à l'ESMA (*European Securities and Markets Authority*), l'EBA (*European Banking Authority*) et l'EIOPA la capacité d'assouplir la réglementation rapidement, sur le modèle des *non-action letters* américaines. Enfin, il pourrait être pertinent de promouvoir une supervision directe de l'ESMA sur les chambres de compensation européennes et les autres acteurs systémiques, avec un véritable régime européen de redressement et de résolution des chambres de compensation.

La faiblesse des marchés de l'Union européenne tient également à certains paramètres instables qui complexifient les modèles financiers. L'UE doit s'efforcer de créer une valeur mobilière refuge (*safe asset*) jouant le rôle des bons du trésor américains, et qui soit à la fois liquide et pérenne. Pour parvenir à cet objectif, deux pistes peuvent aujourd'hui être envisagées.

²⁴ Un teneur de marché (*market-maker*) est un opérateur boursier qui s'engage à fournir une cotation dès qu'il est contacté. Il indique des prix d'achat et de vente pour des quantités de titres données et œuvre ainsi en la faveur de la liquidité du marché.

La première consiste à mutualiser une partie des dettes souveraines et à les assembler dans des produits financiers uniques, standardisés et liquides. Ces produits seraient garantis directement ou indirectement par les institutions européennes. Si cette solution a la préférence des auteurs de ses lignes, elle semble aujourd'hui exclue pour des motifs politiques.

La deuxième solution, en cas d'échec de la première, consiste à titriser à l'échelle européenne des prêts immobiliers et à créer un *pool* garanti par la Banque européenne d'investissement. Cette solution ne fait pas l'unanimité auprès des économistes, mais la titrisation pourrait être un moyen de rendre le financement plus fluide et le tourner vers des investissements porteurs de croissance. Il peut être intéressant d'envisager un véritable marché européen de la titrisation, en allant plus loin que le règlement STS. En particulier, il faut considérer la création en Europe d'agences jouant le rôle de *Fannie Mae* et *Freddie Mac*²⁵. Ces agences publiques disposant d'une garantie explicite auront pour fonction d'emprunter du numéraire en vendant des obligations sur le marché de la dette, et d'acheter et de titriser des prêts hypothécaires pour rendre le marché liquide. Elles créeront ainsi des titres adossés à des créances hypothécaires (*MBS*). Ces agences prendront en charge le risque de crédit moyennant des frais de garantie²⁶. En achetant les créances hypothécaires, ces agences procureront aux banques des liquidités nouvelles permettant de financer le marché immobilier, qui pèse déjà 11% du PIB européen²⁷. Les parts titrisées devront pouvoir être utilisées comme collatéral dans les opérations de refinancement auprès de la BCE. Sous le contrôle des trois autorités prudentielles européennes, ces agences publiques créeront leurs propres lignes directrices. Un marché de la titrisation profond sera un puissant facteur de transition du financement bancaire au financement par les marchés financiers, comme l'illustre d'ores et déjà l'exemple des Etats-Unis.

B. Décloisonner les marchés nationaux et renforcer le poids international de l'euro

Il ne saurait y avoir de véritable Union des marchés des capitaux si l'Europe n'œuvrait pas en faveur d'une augmentation des transactions entre les différentes places boursières de la zone euro. La première faiblesse de l'Europe en matière de fluidité du financement à travers les marchés nationaux réside dans le droit. Trop fragmentée dans ses régimes juridiques, l'Europe bénéficierait d'une harmonisation du droit des sociétés, de l'insolvabilité, des valeurs mobilières et de la fiscalité du capital. Un droit des affaires davantage unifié permettrait de partager les bonnes pratiques des différents pays par une approche comparative du droit. Il permettrait aussi d'éliminer les entraves juridiques qui empêchent l'emprunt et l'émission d'actions transfrontières.

L'Union européenne peut également agir pour promouvoir la création de fonds d'actions paneuropéens privés ou hybrides de grande ampleur, qui disposeraient d'un statut spécifique, sur le modèle des sociétés européennes. A ce statut pourrait s'ajouter un agrément conditionné à la détention durable de titres ouvrant accès au capital dans plusieurs Etats membres. En retour, ces fonds bénéficieraient de règles allégées en termes de déclarations et de contrôle prudentiel, ces fonctions étant centralisées à l'ESMA, ainsi que de facilités fiscales, par exemple sur l'imposition des plus-values de cession. Le tout permettra une unification « par le bas » des

²⁵ La *Federal National Mortgage Association* (« Fannie Mae ») et la *Federal Home Loan Mortgage Corporation* (« Freddie Mac ») sont deux sociétés d'économie mixte, à capitaux privés et à mission publique, créées par le gouvernement fédéral américain en 1938 et 1970 respectivement. Elles achètent des créances hypothécaires et les titrisent, ce qui rend le marché immobilier plus liquide et permet aux Américains d'accéder à la propriété.

²⁶ Il va sans dire que compte tenu du risque encouru par ces agences, ces frais de garanties se doivent d'être élevés et de faire l'objet d'un contrôle politique plus ou moins direct.

²⁷ Source : Statista.

marchés européens d'actions, et répondra à une demande constante des entrepreneurs européens. En effet, les start-ups européennes peinent à trouver des financeurs lors des derniers rounds, qui sont souvent pourvus par les fonds américains, britanniques ou israéliens²⁸.

Une fois les marchés nationaux décloisonnés, et comme le préconise le groupe d'experts présidé par Fabrice Demarigny dans son rapport pour la *Savings and Sustainable Investment Union* d'octobre 2019, il sera nécessaire de développer des outils de dette et de change susceptibles de renforcer le rôle international de l'euro. L'heure sera alors venue pour les pouvoirs publics européens de soutenir l'émergence de marchés dérivés libellés en euros sur les matières premières. La directive MIF 2 a permis aux autorités nationales de régulation de fixer des limites de position sur ces produits dérivés, et a créé de nouvelles exigences pour les déclarations de position. Les entités actives sur ces marchés sont également soumises en vertu de MIF 2 à un agrément. Depuis le règlement abus de marché, il y a moins de transparence sur les marchés physiques que sur les marchés d'instruments financiers. Afin de renforcer le rôle de l'euro, il pourrait être envisagé d'assouplir les limites de position et les déclarations pour les marchés en euro par rapport aux marchés libellés en autres devises.

Ajoutons enfin qu'une fois le cadre réglementaire uniformisé, le grand nombre de places financières sur le continent européen permettra de les mettre en concurrence sur des dimensions non réglementaires (par exemple pour les coûts de transaction ou la tenue de marché), ce qui améliorera grandement la qualité de service pour les acteurs de marché. Chaque place financière pourra se spécialiser (denrées alimentaires à Madrid, commerce de gros à Amsterdam, grandes valeurs servicielles à Paris, industrie à Francfort...). Cette approche multicentrique, en réseau, supposera des investissements dans les infrastructures de marché. Elle offrira aux acteurs de marché des produits sur-mesure et plus diversifiés qu'un hub unique comme Londres.

C. Diriger l'épargne vers les investissements créateurs de valeur à long-terme

Les bas de laine des Européens représentent des sommes importantes. Selon l'ESAM, l'épargne des Européens investie dans les actions, obligations et fonds d'investissement représente aujourd'hui environ 120% du PIB de l'Union européenne, contre 110% dix ans plus tôt. Les progrès effectués sont donc déjà importants. Il s'agirait désormais de conforter cette tendance par différentes mesures visant les épargnants et les entreprises.

Une véritable union des marchés des capitaux européen ne peut se faire sans favoriser l'investissement de long-terme d'une épargne de plus en plus importante, du fait du vieillissement de la population européenne. Cette mobilisation doit commencer par des efforts colossaux d'améliorer à l'échelle européenne l'éducation financière du public, et d'augmenter son appétence au risque. La BCE, par exemple, gagnerait à mettre en place des publications pédagogiques à destination des ménages, afin notamment d'inciter les épargnants à accorder une place plus importante aux produits financiers dans leur patrimoine²⁹, à diversifier leurs placements et à s'engager sur le long terme³⁰. Cela permettrait aux marchés de gagner en profondeur et aux

²⁸ OCDE, statistiques de l'Entrepreneurship Financing Database sur les investissements de capital-risque.

²⁹ Selon l'Insee, *Les revenus et le patrimoine des ménages*, édition 2018, les actions, parts de fonds d'investissement et autres actifs financiers représentent 13,3% du patrimoine brut des ménages français. L'AMF note également dans son n°34 de juillet 2019 de la lettre de l'observatoire de l'épargne une rechute du nombre de détenteurs d'actions.

³⁰ En France, les seules données disponibles sur la durée moyenne de détention des actions remontent à une étude de la Banque de France de 1999, La détention des actions françaises cotées, ainsi qu'à un

épargnants de mieux préparer leurs retraites, dans un contexte de vieillissement de la population. Il faudra également s'assurer du fait que les épargnants gardent la pleine conscience de la proportionnalité du rendement au risque. L'éducation financière des ménages est un enjeu d'autant plus important que la digitalisation facilite d'une part l'accès à l'information, et rend d'autre part les ménages plus autonomes dans leurs activités financières. Une meilleure information mise à disposition des ménages aurait aussi pour but d'éviter la spéculation sur les crypto-monnaies en dehors de tout cadre réglementaire. En France, cet impératif doit être intégré au lycée, soit comme module au sein des cours de sciences économiques et sociales dispensés en classe de seconde, soit à part entière sur le modèle de l'éducation civique ou de l'éducation sexuelle.

Pour ce qui est des entreprises, la priorité des pouvoirs publics doit être de réduire les coûts d'entrée en bourse des PME, et de favoriser l'uniformisation et la comparabilité des informations sur les PME. Les incitations peuvent passer par la création de fonds d'investissement pour les PME, d'obligations garanties européennes pour les PME, de titrisation pour les PME. Il s'agit de permettre aux PME d'accéder aux capitaux dont elles ont besoin pour croître et créer des emplois.

Afin d'inciter les entreprises à se tourner vers les marchés de capitaux, il semble également judicieux de réduire la distorsion fiscale en faveur de l'endettement bancaire en limitant la déductibilité des intérêts d'emprunt et en uniformisant les règles relatives aux quotes-parts déductibles à l'échelle du continent. Comme en matière de TVA, il faut tendre vers une harmonisation de l'assiette de l'impôt sur les sociétés, en ne laissant plus aux Etats membres que la possibilité de faire varier le taux. De la même manière, afin de pousser les entreprises vers les marchés, il faudrait augmenter les exigences de sous-capitalisation (en faisant exception des emprunts obligataires contractés sur les places boursières) et encadrer davantage les clauses de sauvegarde. La limite de déductibilité ne doit pas s'appliquer aux PGE et autres emprunts dus à la pandémie de coronavirus, de peur d'entraîner une crise de solvabilité.

II. Propositions relatives aux règles prudentielles et à la réglementation boursière

A. Réviser les exigences prudentielles issues de « Solvabilité II »

La directive 2009/138/CE, aussi appelée Solvabilité II, a été conçue dans la lignée de Bâle II afin de réglementer les fonds propres exigés des compagnies d'assurance. Elle régit le cadre prudentiel dans lequel opèrent les assureurs depuis le 1^{er} janvier 2016. S'il est effectivement indispensable, pour contenir le risque systémique et préserver un système financier sain, d'imposer des exigences prudentielles fortes aux compagnies d'assurance, force est de constater que les règles de Solvabilité II constituent aujourd'hui une entrave à l'accès au financement des entreprises, en imposant un niveau de fonds propres minimum trop élevé.

La Fédération française de l'assurance critique régulièrement ce cadre, et est rejointe en ce sens par la Commission européenne, par la *European Insurance and Reinsurance Federation*, mais aussi par le Trésor français et le Trésor néerlandais, qui visent plus particulièrement la charge en capital appliquée à l'investissement en actions. L'environnement de taux bas contraint les assureurs à trouver du rendement pour rémunérer les contrats d'assurance-vie, mais la charge

rapport du Sénat de 2005 (Les prélèvements obligatoires entre volontés et réalités : préparer la refondation du modèle fiscal français). La durée de détention des actions françaises cotées par les ménages se situait alors entre 3 et 6 ans.

équivalente en capital est si élevée qu'ils en sont dissuadés. Si la classe d'actions à long-terme LTEI (*long-term equity investment*), bénéficie à juste titre d'une charge en capital de 22% seulement contre 49% pour les actions cotées, force est de constater que ces critères sont là aussi trop contraignants. A minima, ils devraient être ramenés à 20% et 45% respectivement. Les contraintes prudentielles brident les investissements des compagnies d'assurance dans l'économie réelle, la norme est trop sensible à la baisse des taux, et la crise a fait plonger les ratios de solvabilité. Il existe également un consensus unanime sur le fait qu'il faut renforcer les mécanismes compensant la volatilité des ratios, comme l'ajustement pour la volatilité et la marge pour le risque, conformément à l'avis remis en ce sens par l'EIOPA (*European Insurance and Occupational Pensions Authority*) en décembre 2020.

Les compagnies d'assurance françaises, en particulier, sont exemplaires pour ce qui est de la conformité avec la directive Solvabilité II. Leurs ratios de solvabilité moyens sont de plus de 200%. La Fédération française de l'assurance a montré que la concurrence sur le continent n'est pas loyale, l'ACPR appliquant Solvabilité II beaucoup plus sévèrement que les autres superviseurs nationaux. Le tout pénalise fortement les assureurs français, et par effet de ricochet l'économie française, en comparaison avec les autres Etats membres européens. Le cadre prudentiel doit donc être révisé dans le sens d'une centralisation des décisions et d'une application uniforme.

B. Clarifier la position de la France sur la finalisation de « Bâle III »

La finalisation de l'accord de Bâle III, également appelée de manière informelle « Bâle IV », heurte de manière disproportionnée les grandes banques universelles européennes et les empêchent d'intervenir sur les marchés. Le mandat politique donné par le G20 au Comité de Bâle indiquait que les exigences de fonds propres globales ne devaient pas augmenter significativement, tout comme le Conseil Ecofin du 12 juillet 2016 et une résolution du Parlement européen du 23 novembre 2016. Les études d'impact³¹ laissent présager une hausse moyenne des exigences d'environ 25% pour les banques européennes et françaises, quand le ratio de solvabilité des principales banques françaises a déjà été multiplié par plus de deux entre 2008 et 2018, pour atteindre 13,6%³². L'impact pour les banques américaines ne serait quant à lui que de 1,5% selon les mêmes études. Ce cadre qui se veut uniforme ne tient pas compte des spécificités des modèles de calcul utilisés par les banques européennes et de leurs pratiques d'évaluation des risques. L'Assemblée nationale et le Sénat ont voté à l'unanimité les propositions de résolution n°3782 (Assemblée nationale) et n°143 (Sénat) pour protéger le système du crédit immobilier français. Leur résistance doit se poursuivre.

Au prétexte d'assurer la stabilité du système financier mondial, après l'avoir eux-mêmes mis en crise, les Etats-Unis cherchent à infliger un désavantage compétitif majeur à l'industrie bancaire européenne, qui joue un rôle incontournable dans l'économie de l'Union européenne. Le coût du crédit, même s'il est aujourd'hui bas dans la mesure où les liquidités sont abondantes, pourrait augmenter à terme sous l'effet de l'accord. Alors même que la rentabilité des banques américaines est déjà 1,6 fois supérieure à celle des européennes, l'accord de Bâle III a encore accentué la dépendance des entreprises françaises et européennes aux banques et marchés de capitaux américains et asiatiques. Puisque les Etats-Unis ont déjà annoncé eux-mêmes qu'ils ne transposeraient pas les textes de Bâle III tels quels, l'Europe doit donc reconsidérer sa position sur le sujet, et plus particulièrement sur l'enjeu de la transposition du FRTB et du ratio de levier.

³¹ Etudes d'impact du Comité de Bâle du 20 mars 2019 et de l'Autorité bancaire européenne du 5 août 2019.

³² Fédération bancaire française, « Les accords de Bâle et leurs conséquences sur l'économie », novembre 2019.

Dans le cas contraire, elle ne pourra pas rester compétitive sur les services d'intermédiation et de *market-making*.

En l'état actuel, il n'existe pas de consensus économique sur le coût de la transposition. La Fédération européenne des banques a commandé à Copenhagen Economics une étude à ce propos en novembre 2019, intitulée « EU implementation of the final Basel III framework », qui avance un chiffre alarmant : -0,4% de croissance économique pour l'Union européenne. Cette estimation a été contredite par une étude de l'autorité bancaire européenne (« EBA updates the estimates of the impact of the implementation of Basel III and provides an assessment of its effect on the EU economy », décembre 2020).

La France doit continuer de défendre au sein des institutions européennes sa position historique sur la réglementation bancaire, à savoir des normes claires et uniformes visant à faire advenir un système financier stable et connecté à l'économie réelle. Cependant, elle ne doit pas pour autant se laisser instrumentaliser par les grandes banques américaines. Dans les négociations de la directive CRD V et du règlement CRR II, qui doivent entrer en vigueur en 2022, elle doit lutter contre l'influence des règles anglo-saxonnes, qui ont un effet délétère sur le bilan des banques européennes. En particulier certaines méthodes d'évaluation des risques, comme celle du *floor*, qui crée un standard minimum de fonds propres à mobiliser à partir de moyennes mondiales, n'a pas de sens. Il s'agit d'une perception biaisée du risque, qui empêche les banques de financer adéquatement l'économie.

La finalisation des accords de Bâle III présente un enjeu de souveraineté économique et financière pour l'Europe. Elle pourrait limiter la capacité des banques à financer l'export, le secteur aéronautique, les grands projets. Elle risque aussi d'accentuer le recul des banques de financement et d'investissement européennes qui ont perdu 10% de parts de marché en 10 ans dans au sein de l'Union européenne. En lieu et place de ces accords, l'Union européenne doit s'efforcer de créer des normes autonomes, et d'instaurer une préférence européenne pour les pourvoyeurs de fonds ayant leur centre d'intérêt économique dans l'Union européenne.

III. Propositions visant à assurer la transition écologique, sociale et solidaire

L'Union des marchés des capitaux n'a pas pour unique finalité de garantir un financement fluide entre les places financières. Son ambition se doit de correspondre aux défis de l'économie contemporaine et pour ce faire, s'assortir d'institutions à même de créer les conditions d'une transition économique écologique et juste.

A. Créer un Bureau européen unique de l'information non financière

Au sein d'une économie sociale de marché, la simple performance financière ne peut pas être le seul critère d'allocation du financement. Il serait pour cela pertinent d'œuvrer en faveur de l'harmonisation des normes européennes pour la communication d'informations non financières et de promouvoir un cadre commun pour les labels en matière environnementale. Cela renforcerait l'attractivité de ces produits d'investissement.

Jusqu'ici, la réglementation en la matière se caractérise par un grand éclatement. Le véritable effort d'harmonisation européenne a commencé par la directive 2014/95/EU, dite NFRD (*Non-*

Financial Reporting Directive), mais elle fait l'objet de critiques³³. S'y sont ajoutées des lignes directrices de la Commission européenne en juin 2017 et juin 2019. Il est essentiel d'harmoniser rapidement les normes en la matière avant que des lignes de fracture ne se créent sur ce sujet nouveau entre Etats membres. Une myriade d'acteurs est impliquée de la création de normes ESF :

- Le *European Financial Reporting Advisory Group* a été mandaté pour son expertise technique par la Commission européenne ;
- Le *Climate Disclosure Standards Board* est aussi d'une aide précieuse, mais il ne traite pas des enjeux sociaux ;
- Le *Sustainability Accounting Standards Board*, le *Carbon Disclosure Project* et la *Task Force on Climate-related Disclosures* sont des organisations à but non lucratifs qui produisent également des standards techniques ;
- L'*International Platform on Responsible Finance* et la *Global Reporting Initiative*, visent à porter l'harmonisation au niveau mondial, en coopération avec le forum économique mondial ;
- Les grands cabinets anglo-saxons d'audit et de conseil sont aussi associés à ce processus.

Face à ce morcellement de l'expertise, il semble pertinent de créer, sur le modèle de l'*International Accounting Standards Board*, un Bureau européen unique de l'information non financière, qui rassemblerait des experts issus de l'ensemble de ces organisations. Son objectif doit être de produire une information fiable, comparable et facile à se procurer, adaptée aux besoins des entreprises, investisseurs, clients, fournisseurs et société civile. Il ne doit pas se limiter à la mesure de l'impact carbone des entreprises, mais également d'autres éléments constitutifs de la pollution, comme la dégradation des sols, et des mesures de l'impact social. Cette autorité doit être soumise aux impératifs d'indépendance, de transparence et redevabilité. L'ensemble des parties prenantes doivent y être représentées.

B. Créer des normes RSE utiles et lisibles pour les acteurs de marché

Une fois des critères universels de notations établis, il nous semble utile de créer un cadre normatif spécifique pour les agences de notation RSE, sur le même modèle que la directive sur les agences de notation. L'objectif doit être de faire émerger à terme de grandes agences européennes de notation RSE, afin d'éviter que ne se constitue un oligopole anglo-américain en la matière, comme pour les agences de notation financière.

Pour la notation elle-même, il nous semble pertinent de créer une approche en cercles, en distinguant :

- Les dégâts environnementaux créés par la société elle-même et les sociétés qu'elle contrôle directement ou indirectement dans le cadre de leur propre processus de production ;
- Les dégâts environnementaux générés par les produits vendus par la société au moment de leur utilisation, à l'étape suivante de la chaîne logistique ;

³³ En particulier, la directive a été critiquée pour le flou entourant la notion de matérialité posée à l'article 1. Le seuil qu'elle fixe à 500 employés est aussi souvent perçu comme trop bas ou trop élevé.

- Les dégâts environnementaux générés en aval de la chaîne logistique, par la création des matières premières utilisées par la société ou par les services qui lui sont fournis.

Il sera ensuite possible de construire une typologie à partir de ces cercles, avec trois niveaux (1, 2, 3). Ensuite, pour chaque niveau, des agences de notation pourront attribuer une note à l'entreprise (entre AAA et C). Une pondération finale sera apportée par la valeur ajoutée. Le tout permettra aux investisseurs de discerner clairement quels sont les produits financiers les plus vertueux. Dans tous les cas, il faudra raisonner en termes de groupes, afin d'éviter des *spins-off* et *carves-out* opportunistes.

Une fois ce cadre commun érigé, il sera beaucoup plus aisé pour les Etats d'adapter leur fiscalité et leurs politiques publiques afin de favoriser les sociétés les plus vertueuses, sans craindre un *dumping* normatif ou une concurrence déloyale des entreprises ayant le centre de leurs intérêts économiques dans d'autres Etats membres.

Il pourrait aussi être envisagé de mettre des limites de positions courtes beaucoup plus strictes sur les instruments financiers verts, et d'alléger le cadre réglementaire pesant sur ces titres, afin de favoriser leur liquidité et d'inciter les entreprises à modifier leur activité dans le sens de davantage de responsabilité sociale et environnementale.

Bibliographie

- J. Monnet, *Mémoires*, 1976
- M. Kahler, « European Protectionism in Theory and Practice », *World Politics*, volume 37, numéro 4, juillet 1985, pages 475-502
- F. M. Lancieri, « Digital protectionism? Antitrust, data protection, and the EU/US transatlantic rift », *Journal of Antitrust Enforcement*, volume 7, numéro 1, mars 2019, pages 27-53
- P. Artus et M.-P. Virard, *L'euro : par ici la sortie ?*, 2017
- R. Mundell, « A theory of optimum currency areas », *American Economic Review*, volume 51, 1961
- Y.M. Wei, R. Han, C. Wang et al., « Self-preservation strategy for approaching global warming targets in the post-Paris Agreement era », *Nature Communications*, 11, 1624 (2020)
- T. Beck et R. Levine, « Industry Growth and Capital Allocation: Does Having a Market- or Bank-Based System Matter? », *Journal of Financial Economics*, volume 64, 2002, pages 147-180
- J. Brown, G. Martinsson et B. Petersen, « Stock Markets, Credit Markets, and Technology-led Growth », *Journal of Financial Intermediation*, volume 32, 2017, pages 45-59
- R. De Haas et A. Popov, « Financial Development and Industrial Pollution », 2019
- J. Wurgler, « Financial markets and the allocation of capital », *Journal of Financial Economics*, volume 58, 2000, pages 187-214
- R. Mc Kinnon, « Mundell, the Euro and Optimum Currency Areas », Stanford University Working Papers, 2000
- F. P. Mongelli, « New views on the optimum currency area theory: What is EMU telling us? », ECB Working Paper, volume 138, 2002
- C. Detken et P. Hartmann, « The Euro and International Capital Markets », CFS Working Paper, numéro 2000/08, mars 2000
- J. Dermine et P. Hillion, *European Capital Markets with a Single Currency*, 1998
- N. Véron et G. B. Wolff, « Capital Markets Union: A Vision for the Long Term », *Journal of Financial Regulation*, 2016, pages 130-153
- B. Braun, D. Gabor et M. Hübner, « Governing through financial markets: Towards a critical political economy of Capital Markets Union », *Competition & Change*, 2018, volume 22(2), pages 101–116

- F. T. Boldeanu, I. Tache, « The Financial System of the EU and the Capital Markets Union », *European Research Studies*, volume 19, 2016, pages 59-70
- C. Buch, « Capital Markets Union: A Central Banking Perspective on the Way Forward », 2019

Contact

Notre initiative vous intéresse ? Vous souhaitez obtenir plus d'informations, nous rejoindre, contribuer à nos travaux ? N'hésitez pas à nous contacter.



Courriel : cercleorion@gmail.com