

Un long chemin

Le Livre vert s'inscrit dans la foulée d'autres initiatives, il ne marque pas une grande différence... si on le prend au pied de la lettre car il s'agit d'un document de cadrage¹. Mais le débat ne fait que commencer : l'agenda de la Commission se déploie sur plusieurs chapitres : droit des valeurs mobilières, règlement prudentiel pour les assureurs et les fonds de pension, droit des faillites des sociétés, information financière et transparence, cadre des infrastructures dans l'Union, fiscalité. Tous sujets potentiellement pertinents pour construire un projet ambitieux. **La CMU est aussi un projet de long terme** dont il ne faut pas s'attendre à ce qu'elle déblocque la croissance à court terme : elle ne pourra agir que sur la croissance potentielle.

Pour agir, **manque un ingrédient essentiel, la confiance**. Elle ne se décrète pas chez les investisseurs individuels et ce d'autant moins que manque une éducation financière des connaissances de base du fonctionnement des marchés de capitaux. Elle est la grande absente du Livre vert. L'exemple des pays nordiques montre qu'une culture spécifique à l'appui d'un travail de fond produit des résultats probants que l'on mesure à l'aulne du succès des bourses nordiques dans le financement des entreprises. Et en la matière, la technologie est d'un grand secours.

Utilisons cette consultation pour faire aussi monter ce sujet.

M.-F. B.

¹ Cf. le compte-rendu de la réunion du groupe de travail « Financement de l'économie » du 24 février 2015 sur un premier décryptage de la CMU (www.confrontations.org)

CMU : Un projet structurant de long terme

Avec l'union des marchés de capitaux (CMU), une union à 28, la Commission veut « libérer les capitaux endormis pour revivifier l'économie », selon la formule du commissaire aux services financiers Lord Hill. En facilitant **le cheminement de l'épargne disponible vers l'économie productive**, en **diversifiant les sources de financement pour les PME**, en **brisant les obstacles aux investissements transfrontaliers**. Les défis économiques auxquels est confrontée l'Europe en font une initiative majeure qui s'inscrit dans la priorité de la Commission : encourager la croissance et l'emploi. Le Livre vert ouvre la consultation sur la préparation d'un plan d'action.

La CMU se trouve au confluent des enjeux de croissance, de financement de l'investissement; d'allocation de l'épargne et de fiscalité. L'idée sous-jacente est de combattre le mal investissement, le mal crédit, la mal épargne dans un contexte d'aversion au risque. Il s'agit, une fois améliorée la stabilité financière, de faciliter l'accès aux marchés de capitaux aux entreprises qui grandissent. L'appel au marché est-il une tendance structurelle inéluctable ? **Seul un certain nombre d'entreprises est en réalité concerné, celles de haute croissance** : la CMU cible une minorité et non les PME en général. Ce débat sur l'intégration des marchés de capitaux n'est pas nouveau : l'Europe s'est efforcée de créer un marché profond et liquide depuis les années 90 à travers de nombreuses réglementations, sans cependant parvenir à lutter contre sa fragmentation. **L'accès au marché des capitaux est en effet très inégal au sein de la zone euro**, en raison d'obstacles opérationnels et de la crise de la dette souveraine qui a accentué les biais culturels nationaux. Il reste doublement concentré, dans les pays non soumis à tension et entre grandes entreprises.

La double justification économique, stabilité et croissance, de cette initiative en assure la légitimité, mais soulève de nombreuses questions : comment relier les objectifs, croissance et accès au capital, à des mesures concrètes ?

Le Livre vert pose les premières pierres au niveau de l'offre; titrisation et placement privé. La titrisation pourrait générer 20 mds € de financement aux entreprises, portée par une exigence européenne élevée de qualité, de transparence, de sécurité juridique car elle suscite la défiance. Autre chantier, moins polémique, le placement privé, en plein essor en France et en Allemagne. Enfin, la révision de la directive prospective permettrait de réduire les lourdes charges administratives dont doivent s'acquitter les entreprises ; PME en particulier, pour lever des capitaux tout en garantissant la protection aux investisseurs.

Donner un sens à l'épargne : comment attirer les investisseurs particuliers ? C'est une dimension très brève du Livre vert, alors qu'il faut agir sur l'accès à des produits d'épargne qui s'investissent dans les marchés de capitaux. Les statistiques de la BCE montrent que 42 % de la richesse financière de ménages de la zone euro sont investis dans des produits monétaires et en dépôts bancaires, contre 15 % pour les ménages américains, qui préfèrent actions et fonds communs de placement. Ce qui contribue à alimenter un marché des capitaux et à lui assurer une certaine profondeur.

Il n'est pas acquis que le nouveau règlement ELTIF¹, présenté comme un fer de lance, attire ménages et investisseurs institutionnels. EIOPA² prépare un produit épargne retraite individuel pour inciter les ménages à investir dans les marchés de capitaux avec une option long terme. Il ne s'agit pas d'harmoniser les régimes de retraite nationaux mais d'apporter un produit complémentaire à vocation paneuropéenne (29^{ème} régime).

Autres points de vigilance, la CMU a besoin de banques d'investissement et d'investisseurs institutionnels puissants pour fonctionner. Les suites données à la réforme des structures des banques seront stratégiques. Au niveau institutionnel, il faut faire preuve de cohérence dans la surveillance des acteurs et des produits : quel rôle pour l'Esma, l'autorité des marchés financiers ?

Marie-France Baud,

Directrice du bureau de Bruxelles, Confrontations Europe

¹ European long term investment fund

² Autorité européenne des assurances et des pensions