

## AVANT-PROPOS

## L'UMC : et après ?

Le 30 septembre 2015, la Commission européenne a présenté son plan d'action visant à bâtir une Union des marchés de capitaux (UMC). La volonté de la Commission est de moderniser et de compléter le jeu des directives et règlements communautaires dans le domaine des marchés financiers afin d'offrir des moyens de financement complémentaires aux entreprises européennes, et des opportunités d'investissement plus large aux investisseurs. Conçu comme une étape additionnelle dans la construction du marché unique, le projet couvre les 28 États membres de l'Union européenne et englobe la zone euro ; sans que des propositions spécifiques à cette dernière soient avancées. Il demeure que si elle vise à offrir des moyens de financement complémentaires à ceux fournis par le crédit bancaire, l'UMC est bien une brique supplémentaire à l'édifice communautaire venant s'ajouter à l'Union bancaire.

Le 30 septembre dernier, Jonathan Hill a présenté le plan d'action de la Commission européenne pour l'Union des marchés de capitaux. Selon les termes mêmes de la Commission, « dans le cadre de la priorité accordée par la Commission Juncker à l'emploi, à la croissance et à l'investissement dans l'UE, l'Union des marchés de capitaux (UMC) – un des piliers du plan d'investissement – vise à s'attaquer de front au manque d'investissement en développant et en diversifiant les sources de financement pour les entreprises et les projets à long terme en Europe ». Une diversification qui passe notamment par le renforcement des financements de marché. L'initiative a été bien accueillie par les professionnels, satisfaits que soit ainsi reconnue l'utilité des marchés de capitaux pour l'économie réelle, alors qu'ils ont été tant critiqués depuis la crise financière, même s'il est clair que leur fonctionnement a été et devra encore être revu pour créer un environnement de marché plus sûr et plus compréhensible.

En amont, ce rôle supplémentaire donné aux marchés pourrait aussi, selon certains économistes[1], permettre d'améliorer l'efficacité de la politique monétaire de la BCE. Mais derrière l'effet d'annonce, ce plan d'action fait place à une certaine déception.

[1] Art. T. Grjebine, CEPII, U. Szczerbowicz, CEPII, et F. Tripier, Université de Lille, CEPII.

Stéphane Giordano

Président de l'Amafi



D'une part, il manque de mesures concrètes : les seuls travaux véritablement engagés sont ceux relatifs à la révision de la directive Prospectus, projet certes nécessaire mais d'ampleur limitée, et à la mise en œuvre d'une titrisation dite STS (simple, transparente et standardisée). La question se pose de savoir s'il est judicieux d'entamer ce plan d'action par la relance d'une technique de financement qui cristallise auprès de l'opinion publique tous les reproches, justifiés ou non, qui ont été faits aux

“Au final, l'UMC est un projet louable et sans doute extrêmement nécessaire, mais qui continue de soulever davantage de questions qu'elle n'apporte de réponses.”

acteurs de la finance suite à la crise. Et, de fait, les premiers éléments échangés déçoivent, et semblent surtout témoigner de la difficulté de la Commission à se défaire du réflexe d'extrême aversion au risque acquis hérité de 2008...

Les autres thèmes de ce plan, très nombreux, ne dépassent pas pour la plupart, les réflexions préalables, entre état des lieux, études d'opportunité, mises au point et autres consultations. Cette situation suscite une foule d'interrogations[2].

Notamment sur un des objectifs phares du plan d'action, à savoir le financement des entreprises, ETI et PME en tête : quelle complémentarité organiser entre crédit ban-

[2] Int. P. de Lauzun, AMAFI ; art. G. Kolifrath, Kramer Levin Naftalis & Frankel ; art. T. de Lajudie, Ailancy.

## Revue Banque

18, rue La Fayette, 75 009 Paris

### Directeur de la publication

Valérie Ohannessian

### Secrétaire général

Pierre Coustols

### RÉDACTION

#### Rédacteur en chef

Élisabeth Coulomb 01 48 00 54 11

#### Rédacteurs

Laure Bergala 01 48 00 54 14

bergala@revue-banque.fr

Sophie Gauvent 01 48 00 54 02

gauvent@revue-banque.fr

Séverine Leboucher 01 48 00 54 15

leboucher@revue-banque.fr

#### Secrétariat de rédaction

Alain de Seze (1<sup>er</sup> SR) 01 48 00 54 17

Christine Hauvette 01 48 00 54 10

#### Maquette

Emmanuel Gonzalez 01 48 00 54 12

Alexandra Démétriadis 01 48 00 54 18

### SÉMINAIRES

Carole Trambouze 01 48 00 54 03

Magali Marchal 01 48 00 54 04

Anasthasia Montrouge 01 48 00 54 13

### ÉDITION

Marie-Hélène Bourg 01 48 00 54 05

Mauricette Delbos 01 48 00 54 08

### MARKETING & INTERNET

Valérie Dumas-Paoli 01 48 00 54 19

Paul-Emmanuel Géry 01 48 00 54 16

Mickaëlle Rivière 01 48 00 54 21

#### Facturation et suivi administratif

Virginie Baillard 01 48 00 54 54

### PUBLICITÉ

Isabelle Conroux 01 48 00 54 20

conroux@revue-banque.fr

### COMPTABILITÉ/GESTION

Patrick Moisset 01 48 00 54 07

### ESPACE LIBRAIRIE

[www.revue-banque.fr/librairie](http://www.revue-banque.fr/librairie)

01 48 00 54 09

ISSN 1772-6638

CPPAP Certificat d'inscription

n° 0217 T 86446

Imprimé par Imprimerie

de Champagne, Langres (52)

Dépôt légal 4<sup>e</sup> trimestre 2015

La reproduction totale ou partielle des articles publiés

dans REVUE BANQUE, sans accord écrit de la société

Revue Banque Sarl, est interdite conformément à la loi

du 11 mars 1957 sur la propriété littéraire et artistique.

### SERVICE ABONNEMENTS

18 rue La Fayette 75009 Paris

Pauline Étienne – Tél. : 33(0)1 48 00 54 26

Fax : 33(0)1 48 00 54 25

E-mail : [service.abonnement@revue-banque.fr](mailto:service.abonnement@revue-banque.fr)

Abonnez-vous sur [revue-banque.fr](http://revue-banque.fr)



Courriel des lecteurs :

[redaction@revue-banque.fr](mailto:redaction@revue-banque.fr).



Pour vos avis et commentaires,

retrouvez-nous sur Facebook et Twitter.

caire et financement de marché?[3] Quel rapport au sein même des marchés de capitaux, entre financement par la dette et par les actions, alors que certains soulignent qu'il est préférable que les entreprises notamment françaises renforcent leurs fonds propres?[4] Ces orientations changent-elles fondamentalement la perception du risque des entreprises notamment des PME, par les financeurs, banquiers ou investisseurs?[5]

Le rôle de ces derniers, notamment investisseurs particuliers, devrait être également renforcé, grâce à des incitations adéquates, voire même bien en amont pour certains, à l'instauration d'une culture financière plus appuyée[6]. Et si l'UMC se montre timide sur certains sujets, elle paraît en revanche exagérément ambitieuse sur d'autres : ainsi envisager une « initiative législative sur l'insolvabilité des entreprises » ou encore l'élimination des obstacles fiscaux transfrontières, pour faciliter la circulation des capitaux dans l'UE paraît une véritable gageure dans des projets qui s'étudient à 28 et, pour certains, avec des décisions prises à l'unanimité, ceci au moment même où la principale Place financière pourrait engager un processus d'éloignement progressif de l'Union!

Le rôle de l'AEMF également suscite des débats[7] : doit-elle voir ses modes de fonctionnement évoluer, ses pouvoirs augmenter ou suffit-il pour l'heure qu'elle utilise pleinement – et parfois plus judicieusement – ceux dont elle dispose déjà? Seul point de vue convergent des parties prenantes : l'AEMF mériterait de disposer de ressources accrues de fonctionnement ; reste à savoir comment et qui les consentira.

Enfin la Commission européenne devra aussi surmonter son attitude parfois schizophrène, qui lui fait désirer une chose et son contraire : développer les marchés de capitaux à 28, mais accepter un projet de TTFE à 11, envisager de réduire les activités de tenue de marché des banques, au travers du projet de réforme des structures bancaires, ou rester sans réaction face aux problèmes de liquidité que connaissent aujourd'hui certains marchés, par exemple le marché obligataire[8].

Au final, l'UMC est un projet louable et sans doute extrêmement nécessaire, mais qui continue de soulever davantage de questions qu'elle n'apporte de réponses. Beaucoup reste donc à faire pour qu'elle ne soit pas un rendez-vous manqué entre l'Europe et ses marchés financiers... ■

[3] Art. P-M Becquet et V. Lequillierier, BSI Economics ; art. J. Cound, BlackRock ; int. D. Plihon, Les économistes atterrés, Université Paris XIII ; int. M. Dumont, Le Bronze Industriel.

[4] Art. J. Couppey-Soubeyran, Univ. Paris 1.

[5] Art. E. Thiercelin, FIEEC.

[6] Art. J. Jovène, Morningstar France ; art. Ch. Dargnat, BNP Paribas Investment Partners.

[7] Int. G. Eliet, AMF ; int. M. Alpen, SSDA, et H. Soby Thygesen, DSDA, DBA.

[8] Art. F. Demarigny, Marcan SELAS.