

Politique de l'Union – Construction du marché intérieur.

Publication par la Commission européenne, le 18 février 2015, d'un Livre vert, Construire l'union des marchés de capitaux, COM(2015) 63 final.

Commentaire de Jérôme Chacornac

L'élection attendue d'un nouveau Président de la Commission européenne le 15 juillet 2014 devait nécessairement entraîner de nouvelles orientations dans la politique de l'Union, susceptibles de recevoir un certain écho sur le terrain juridique. La preuve en est aujourd'hui donnée avec éclat dans le domaine financier par la publication, le 18 février dernier, d'un nouveau Livre vert mystérieusement intitulé *Construire l'union des marchés de capitaux*¹.

Composé de propositions générales à discuter en vue de la conduite d'une politique future, le Livre vert trace des pistes d'évolution qui auront, à terme, un impact considérable sur le droit de l'Union et, par voie de conséquence, sur les droits nationaux.

C'est peu dire que les ambitions affichées sont vastes – pharaoniques même. En substance, il s'agit de réduire le poids relatif du financement bancaire par rapport à celui des marchés de capitaux, afin de développer l'investissement pour les entreprises comme de rendre plus stable le système financier (p. 2).

De manière synthétique, ce Livre vert tire des constats, qui doivent fonder différentes évolutions. Le premier constat, qui résulte de l'intitulé même du Livre vert, a de quoi surprendre. « Construire l'union des marchés de capitaux », c'est sous-entendre qu'elle n'existe pas, ce qui suscite une légitime perplexité car, comme l'observe M. Thierry Bonneau, « la construction de l'Union des marchés de capitaux n'est pas nouvelle, à moins que les textes tels que la directive DSI du 10 mai 1993 [...], la directive MIF 1 du 21 avril 2004 [...] et les textes MIF 2 du 15 mai 2014 n'aient servi à rien ! »². Cet important acquis n'est en effet mentionné que comme une étape par le Livre vert³, les directives du PASF n'étant citées qu'en note de bas de page (p. 5).

Cette vision – réductrice – permet de tirer le constat d'une intégration insuffisante des marchés de capitaux, déduite de l'observation de leur faible développement dans l'UE par rapport aux marchés américains et suisses (pp. 7-8). Au fond, il ne s'agit pas tant d'unir – c'est-à-dire de renforcer l'intégration des marchés européens – que de développer le rôle des marchés de capitaux dans le financement de l'économie européenne. On peut une nouvelle fois exprimer des doutes sur l'exactitude du diagnostic qui établit un lien nécessaire entre une intervention plus forte des institutions européennes et le développement économique des marchés de capitaux⁴. Au fond, pour étendre

son intervention, la Commission estime qu'il est possible de réparer le moteur en modifiant les plans du véhicule, ce qui n'a rien d'évident.

Le constat n'en est pas moins tiré par la Commission, qui fait ensuite état, dans des sections 3 et 4 qui constituent le cœur de son rapport, de l'ensemble des mesures, à court et à long terme susceptibles d'être prises, tant du côté de l'offre que de la demande de capitaux.

Du côté de la demande, le leitmotiv de la réduction des coûts d'accès aux marchés pour les PME est repris (p. 14) et il est suggéré de repenser l'information relative à la solvabilité des PME pour faciliter leur accès au financement, par l'élaboration d'une « norme comptable simplifiée, commune et de haute qualité » (p. 15). Trois réformes d'importance peuvent être attendues, au titre des « priorités d'action immédiate » (pp. 11-13) : une réforme des règles relatives au prospectus afin d'en adapter les exigences au PME ; l'élaboration d'un dispositif destiné à l'information financière des PME, assorti d'un développement de la notation de leur risque de crédit et, enfin, l'adoption de mesures d'harmonisation – d'uniformisation ? – des législations nationales en matière d'insolvabilité afin de développer les marchés européens de placement privés.

Du côté de l'offre de capitaux, la commission entend développer le recours à différents procédés de financement émergents sur les marchés nationaux pour les « décloisonner » : les obligations garanties, les obligations d'entreprises et les obligations « vertes » (pp. 16-17). Il s'agirait également, d'une façon plus générale, d'inciter à l'investissement tant institutionnel qu'international (pp. 18-23). Les mesures à attendre tiennent donc, à court terme, à une réforme du cadre juridique de la titrisation et la mise en œuvre du futur règlement⁵ relatif au fonds européen pour les investissements stratégiques (p. 12).

Enfin, dans la perspective encore plus générale d'« améliorer l'efficacité du marché » (pp. 24-29), le renforcement des pouvoirs des autorités européennes de surveillance (AES), l'instauration d'un système consolidé de publication d'informations au niveau européen sur les émetteurs d'actions, des retouches à la réglementation des infrastructures de marché, un aménagement des règles relatives aux garanties financières ainsi que des évolutions des règles relatives au droit des sociétés, au gouvernement d'entreprise et même au traitement fiscal du financement sont envisagées !

Un vaste programme donc, qui confirme bien que le modèle de régulation financière actuelle s'appuie une réglementation par essence périssable. Que les spécialistes du droit financier se fassent à l'idée de continuer à être toujours aux prises avec la succession des textes tant que, dans l'esprit de nos gouvernants, le droit ne sera rien d'autre que la continuation du politique par d'autres moyens. ■

1. V. T. Bonneau, « L'Union des marchés de capitaux, un nouveau "château de cartes" ? », RDBF n° 4, juill. 2015, rep. 4 ; K. Lachgar, « Financement de l'économie réelle, union des marchés de capitaux et nouvelle philosophie de la régulation : l'espoir est permis », Bulletin Joly Bourse, juill. 2015, p. 306, 11294 ; H. de Vauplane, « L'Union des marchés de capitaux : une ambition inachevée », *Revue Banque* n° 785, 2015, p. 12.

2. T. Bonneau, préc.

3. « L'établissement d'un corpus de règles uniques (dit "règlement uniforme") a déjà commencé, un grand nombre de réformes essentielles étant en cours de mise en œuvre », p. 5.

4. En ce sens, T. Bonneau, préc. : « Les domaines mentionnés sont importants pour

l'approfondissement du marché unique et l'intégration des marchés des capitaux dont la nécessité paraît relever de l'évidence : le monde globalisé qui se développe impose de renforcer l'Union européenne. On peut toutefois s'interroger sur les objectifs et les moyens utilisés ainsi que sur la cohérence entre le secteur financier et l'Europe des citoyens. »

5. Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur le Fonds européen pour les investissements stratégiques et modifiant les règlements (UE) n° 1291/2013 et (UE) n° 1316/2013, COM (2015) 10, adopté au Parlement le 24 juin 2015.