

Question d'Europe
n°366
28 septembre 2015

L'Union des marchés de capitaux, au service du projet européen et de la relance de l'investissement

Olivier Marty

Résumé :

La Commission européenne publiera le 30 septembre un plan d'action sur l'Union des marchés de capitaux regroupant les mesures qu'elle sera susceptible de prendre d'ici à 2019. Cette initiative est utile pour améliorer le financement d'une économie plus innovante et favoriser la relance de l'investissement de long terme. Elle peut aussi contribuer au renforcement de la zone euro avant que ne soient engagées les mesures visant à la parachever. En ce sens, elle s'inscrit bien dans le cadre de la politique économique et financière européenne. Toutefois, sa mise en œuvre devrait être clarifiée afin de la coupler utilement au plan Juncker et de faciliter son appropriation par tous les acteurs concernés.

INTRODUCTION

La Commission européenne s'apprête à publier le plan d'action portant sur la mise en œuvre de l'Union des marchés de capitaux (UMC) qui vise à diversifier les sources de financement de l'économie européenne. D'essence très technique et s'étendant sur un horizon long (2015-2019), ce projet n'apparaît pas encore dans sa dimension politique et semble encore imparfaitement en mesure de compléter utilement le plan Juncker.

Afin de favoriser son intelligibilité, cette étude clarifie les objectifs de l'UMC, relaie certaines modalités avisées pour sa mise en œuvre, et revient sur la nécessité de compléter le dispositif par une régulation et une supervision appropriée.

I – L'UNION DES MARCHÉS DE CAPITAUX EST EN MESURE DE FAVORISER LA RELANCE DE L'INVESTISSEMENT ET DE LA CROISSANCE EUROPÉENNE

1. Développer les financements de marchés en complément des financements bancaires

Au plan strictement technique, l'Union des marchés de capitaux vise à réaliser la circulation effective du capital, l'une des quatre libertés fondamentales de l'Union. Ce

souci est légitime dans la mesure où le marché financier européen reste organisé sur des bases nationales et où l'on a assisté, dans la zone euro, à un phénomène de fragmentation financière qui peine à se résorber. Réduire les obstacles aux flux de capitaux permettrait de mieux orienter l'épargne européenne vers des investissements rentables dans l'ensemble des pays. Des actifs détenus par des investisseurs « dispersés » auraient aussi comme effet bénéfique de répartir les risques financiers [1].

Sous un angle plus pratique, le projet de la Commission vise à développer le financement de l'économie par les marchés de capitaux. Comme le rappelle une proposition de résolution du Sénat français, « la nouvelle donne réglementaire, conjuguée à la pression des marchés et aux exigences de rentabilité » a réduit la part relative du financement des banques et obère peut-être plus encore leur capacité à accompagner la reprise économique dans le futur [2]. En d'autres termes, si les banques n'ont pas toutes été contraintes dans leurs capacités de financement, elles risquent de l'être à l'avenir [3]. Dans ce contexte, les marchés offriront des solutions de financement complémentaires.

Si la Commission a tôt manifesté son intention de revivifier certains instruments financiers qui, tels la

1. Voir pour les aspects théoriques de l'UMC le discours de Benoît Coeuré, membre du Directoire de la BCE, prononcé lors d'une conférence de l'International Capital Markets Association (ICMA) à Paris, le 19 mai 2014.

2. Proposition de résolution européenne du Sénat, 16 juillet 2015: <http://www.senat.fr/leg/ppr14-640.html>.

3. Sur ce point, la Commission a lancé le 15 juillet une consultation publique pour connaître l'impact potentiel de la réglementation bancaire sur les prêts aux PME et les projets d'infrastructure. <http://www.lesechos.fr/finance-marchesbanqueassurances/021208481901-banques-bruxelles-met-a-lepreuve-ses-propres-regles-1137341.php>

4. De la même façon, l'ambition parfois affichée par la Commission de vouloir converger vers le « modèle américain » de financement désintermédié (par opposition au modèle européen de financement bancaire) a pu être maladroite mais ne paraît pas pour autant réaliste. Voir le rapport (p. 60) de François Villeroy de Galhau sur le financement de l'investissement des entreprises, remis au Premier ministre le 26 août 2015 <http://www.gouvernement.fr/partage/5021-remise-du-rapport-d-etape-de-francois-villeroy-de-galhau-sur-le-financement-de-l-investissement-des-entreprises>

5. La défense du modèle bancaire au service du financement des PME est forte dans les ONG et en Allemagne, comme en atteste une prise de position du président de l'association allemande des caisses d'épargne, <http://www.risikotimes.com/buissier/financial-services/german-banker-expresses-caution-on-capital-markets-union-1.2326177>

6. Livre vert de la Commission, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=CELEX:52015DC0063>

7. La directive « prospectus » régit les démarches nécessaires à la levée de fonds d'entreprises sur les marchés.

8. Les multiples (et très légitimes) incompréhensions qu'a suscitées l'UMC dans l'opinion française (ou européennes) ont conduit, par exemple, Eric le Boucher à mettre en garde sur l'absence de débat public propre à l'initiative : <http://www.lesechos.fr/02105/2015/lesechos.fr/02182848117-la-discrete-americanisation-de-l-europe-des-capitaux.htm>. D'autres voix, comme celle de Hubert de Vauplane, ont souligné que l'Europe ne « pourrait faire rêver » avec une initiative aussi technique. <http://www.revue-banque.fr/chronique/unjon-des-marches-capitaux-une-ambition-faucheuse>

9. op. cit. p. 3.
10. Certaines réponses à la consultation européenne mettent en avant l'enjeu, également civique, de développer la culture financière des populations afin de restaurer la confiance dans le système financier. Cf. rapport de Deutsche Börse, « Principles for a European capital markets union » ; https://deutsche-boerse.com/dbg/dispatch/en/gir/dbg_nav/about_us/15-Public_affairs/10_News/09_Capital_Markets_Union

11. Voir le rapport Demarigny : <http://www.economie.gouv.fr/unjon-marches-capitaux-umc-rapport-demarigny>. Cette terminologie a été reprise et défendue par M. Villeroy de Galhau par la suite, ou encore par M. Riquet, député européen PPE qui préside l'intergroupe dédié à l'investissement de long terme.

12. Le lien entre l'UMC et l'approfondissement de la zone euro est assez peu mis en avant dans les analyses de l'UMC. Voir Paul Goldschmidt : <http://communaut.es.afei.fr/l-avenir-de-la-zone-euro/creation-d-une-union-des-marches-de-capitaux-au-sein-de-l-ue-une-initiative-ambi>

13. Voir le discours de Jonathan Hill au Forum Eurofi le 10 septembre 2015 : http://europa.eu/rapid/press-release_SPE-15-52015-01-en.htm et les trois objectifs de l'UMC : http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/capital-markets-union/index_fr.htm

14. Les investisseurs et leurs conseils ont par exemple souvent mis en avant le développement de marchés ou leur fonctionnement comme un objectif en soi. Voir Clifford Chance, « Building a capital markets union : a five year plan » : http://www.cliffordchance.com/thought_leadership/capital-markets-union.html

15. Les conceptions française et allemande ont été harmonisées par le biais d'une lettre conjointe des ministres des finances des deux pays : <http://www.economie.gouv.fr/unjon-des-marches-capitaux-la-france-moteur-projet>

16. http://www.sgae.gov.fr/webdav/site/sgae/shared/04_Consultations_publicites/ReponsesFR_2015/20150513_ReponseFR_Livre_vert_Union-des-%20marches-de-capitaux.pdf

17. Une initiative de place peut être définie comme un projet ou un instrument financier mis en œuvre par les différents acteurs d'un centre financier donné (ex : le fonds NOVO porté par la Caisse des Dépôts (CDC) en collaboration avec les assureurs pour investir dans des instruments de dette d'entreprises non cotées). En l'espèce, la Commission européenne pourrait promouvoir ce type d'initiatives.

titrisation, ont pu jouer un rôle très néfaste en amont de la crise financière, l'UMC ne signifie pas pour autant que l'Union européenne s'oriente vers le « tout marché ». En effet, il ne s'agit pas d'opposer crédit bancaire et financement de marché mais plutôt d'organiser une complémentarité nouvelle qui laissera en tout état de cause une place prépondérante aux banques [4]. Celles-ci ressortent confortées du renforcement prudentiel dont elles ont fait l'objet et maintiendront une relation de proximité avec les PME dont elles connaissent bien les caractéristiques et les projets [5].

2. Une dimension politique plutôt qu'étroitement technique

Le « risque » que la Commission privilégie une approche juridique ou technique dans la réalisation de l'Union des marchés de capitaux est pourtant réel. Dans son livre vert publié en février, l'exécutif européen a recensé un ensemble de 32 priorités d'actions puis 5 objectifs concrets [6] : faciliter l'accès des PME aux marchés de capitaux, élargir l'éventail de leurs investisseurs, relancer le marché de la titrisation, stimuler l'investissement de long terme et développer les placements privés. Ces axes se déclinent en deux consultations parallèles : l'une sur la révision de la directive « prospectus » [7], l'autre sur un cadre européen pour la titrisation.

Cette démarche semble aller à l'encontre de la cohérence d'ensemble du projet et, à des degrés divers, de sa lisibilité par les entités financières concernées, le législateur et l'opinion [8]. Il est plus utile pour tous, comme le propose François Villeroy de Galhau, de présenter l'UMC comme un ensemble de solutions répondant au « défi central » du financement de l'investissement. Selon l'auteur, « la France et l'Europe ont à gérer trois attentes en tension potentielle : des investissements plus innovants et plus risqués ; une épargne abondante mais prudente et mal allouée dans la zone euro ; un système financier durablement sécurisé après les crises de 2007-2011 » [9].

De ce point de vue, l'UMC apparaît plus nettement comme un élément essentiel de la politique économique et financière européenne, voire comme une initiative politique « tout court » [10]. C'est la

raison pour laquelle le rapport Demarigny a le premier proposé de la renommer : « Union de financement et d'investissement » [11]. Elle est en mesure de financer des entreprises innovantes qui ont moins besoin de prêts « classiques » que d'un mélange de fonds propres et d'instruments de dette. Elle peut mieux orienter l'épargne de la zone euro, du nord vers le sud, vers les projets et les pays qui en ont besoin [12]. Elle peut, enfin, s'inscrire dans un cadre financier renforcé.

3. Parmi de multiples intentions, distinguer trois objectifs simples

L'Union des marchés de capitaux n'a pas non plus gagné en clarté au fil de la consultation de la Commission close fin mai. Les réponses nationales n'ont été reprises que dans la presse spécialisée et les points d'attention ont été centrés sur des instruments de marché. Par la suite, le Commissaire européen Jonathan Hill a mis en avant trois objectifs recentrés à la connotation très financière : selon lui, l'UMC doit « augmenter le nombre d'options de financements pour les entreprises, augmenter le nombre d'opportunités d'investissement pour les investisseurs et encourager l'investissement transfrontière » [13]. Technicité des mesures envisagées, objectifs affichés, principes d'actions promus se sont confondus [14].

Suivant le rapport Villeroy de Galhau, il paraît plus simple de voir trois objectifs à l'UMC [15] :

- diversifier et améliorer les sources de financement des entreprises, qui ont déjà engagé ce changement et souhaitent le poursuivre ;
- mutualiser l'épargne abondante de la zone Euro, où le projet a encore plus de sens que dans l'Europe des 28 ;
- orienter l'épargne des Européens vers le long terme, conformément à leurs souhaits de conserver des actifs sûrs et liquides.

Ces objectifs peuvent être utilement complétés par les trois principes d'action mis en avant dans la réponse française au livre vert de la Commission [16] :

- se concentrer sur les initiatives directement bénéfiques au financement de la croissance en développant des réglementations si nécessaire et en soutenant des initiatives de place si possible [17] ;
- conserver un cadre de régulation financière approprié,

ce qui passe notamment par une voix plus forte de l'Europe dans les enceintes internationales ;

- entretenir un écosystème financier européen composé d'investisseurs, d'émetteurs et d'intermédiaires financiers qui soit à la fois compétitif et protecteur pour les investisseurs et les consommateurs.

II – LE PROJET DE LA COMMISSION EUROPÉENNE DEVRAIT FAIRE L'OBJET D'UNE MISE EN ŒUVRE SIMPLIFIÉE

1. Diversifier à court terme la palette d'instruments de dette

La complexité des mesures envisagées par la Commission et l'étendue de son calendrier ont conduit de nombreux experts à préconiser une mise en œuvre rapide de mesures visant à diversifier les instruments de dette à disposition des entreprises [18]. Ces mesures de court terme, envisagées pour fin 2016-début 2017 donneraient davantage de crédibilité au projet en permettraient d'accompagner la reprise économique et la mise en œuvre du plan Juncker. Elles ne concerneraient pas tant les grandes entreprises, qui se financeront très majoritairement sur les marchés [19], que les ETI et les PME [20].

Pour les PME, comme les ETI, la relance de la titrisation, qui permet d'alléger les bilans bancaires en faisant porter le risque associé à d'autres investisseurs, peut être utile dès lors que les instruments seraient simples, transparents et standardisés. Pour les ETI, qui ont déjà un financement mixte marché/banques qui continuera à l'avenir, les prêts directs d'investisseurs institutionnels et les placements privés peuvent être des compléments utiles. Au total, une titrisation sécurisée, des plateformes de prêts directs, des placements privés peuvent être les priorités premières de l'Union des marchés de capitaux.

La Commission a indiqué, en ce qui concerne les instruments de dette, vouloir avancer sur l'ensemble de ces sujets, avec des approches règlementaires propres ou en appui à des initiatives de marchés. La relance d'une titrisation « simple, transparente et standardisée » [21] tout comme la révision de la directive « prospectus » (en matière de fonds propres)

semblent être ses priorités [22]. Des mesures propres à la commercialisation de fonds d'investissements (frais, administration) seraient également prises. D'autres enjeux plus structurants (droit des faillites, droit des titres) sont évoqués sans calendrier précis.

2. Coupler l'Union des marchés de capitaux avec le plan Juncker

Le règlement portant création du Fonds européen pour les investissements stratégiques (FEIS) a été voté par le Parlement européen à la fin du mois de juin, ce qui a rendu le dispositif opérationnel cet été. Il favorise, par le truchement de fonds publics, une catalyse de l'investissement privé à hauteur de 315 milliards € dans des projets d'infrastructure (240 milliards €) et des PME (75 milliards €). Plusieurs dossiers ont été signés et le caractère novateur des instruments financiers utilisés, comme le renforcement des liens entre la BEI et les banques publiques nationales et la possibilité de recourir à une plateforme d'assistance technique augurent d'une modernisation du financement de l'économie [23].

Toutefois, des mesures complémentaires au plan Juncker peuvent être prises pour en garantir la pleine efficacité. Parmi celles-ci, la révision de la directive et du règlement « Solvabilité II » propre aux assureurs européens fait désormais consensus au motif que ces textes comportent des exigences en capital dissuadant l'investissement à risque, notamment en actions, et la projection dans le long terme. Une « recalibration » des exigences en capital visant à favoriser l'investissement en infrastructures et dans des produits titrisés semble souhaitable et être dans les intentions de la Commission.

Deux autres voies susceptibles de contribuer au succès du plan Juncker ont été très clairement et utilement mises en avant dans le rapport Villeroy de Galhau. La première consiste à « développer l'investissement en fonds propres transfrontières par de mécanismes innovants » [24]. La seconde appelle la création d'actifs européens « standardisés » en faveur des infrastructures de long terme et de la transition énergétique. Ceci impliquerait d'instaurer un traitement prudentiel adapté pour les investissements en infrastructures, de mettre en œuvre le projet ELTIF de fonds d'investissement de

18. Voir par exemple N. Véron, « Defining Europe's capital markets union », <http://bruegel.org/2014/11/defining-europes-capital-markets-union/>; N. Véron et G. Wolff, « Capital markets Union : a vision for the long term », <http://bruegel.org/2015/04/capital-markets-union-a-vision-for-the-long-term/> et O. Marty, « L'Union des marchés de capitaux : quels contours, quelles priorités ? », <http://www.robert-schuman.eu/fr/doc/questions-d-europe/qs-335-fr.pdf>

19. Il est toutefois utile, afin d'assurer le bon financement de marché des grandes entreprises, que la liquidité des obligations d'entreprises soit bien assurée. Ceci passe par la sauvegarde de l'activité de tenue de marché (« market making ») conformément à ce que le « modèle » français de séparation des banques est parvenu à faire.

20. Les PME ont en effet beaucoup moins facilement accès aux marchés que les ETI ou les grands groupes car elles ne disposent pas de la taille critique ni des ressources humaines pour gérer les obligations associées.

21. Les critères imposés garantiraient la simplicité et la similarité des actifs et excluraient toute « double titrisation » ou titrisation synthétique portant des risques de contrepartie ou de liquidité. Voir le discours du Commissaire Hill à Eurofi, op cit.

22. <http://www.reuters.com/article/2015/09/04/us-eu-markets-regulations-idUSKCNOR31X520150904>, <http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21664169-creating-american-style-capital-markets-europe-will-be-hard-vision-and-reality>

23. Voir à ce sujet le travail très en amont de P. Maystadt, ancien président de la BEI, sur la relance de l'investissement <http://www.robert-schuman.eu/fr/questions-d-europe/0337-relancer-l-investissement> et O. Marty <http://www.robert-schuman.eu/fr/questions-d-europe/0347-le-plan-juncker-vecteur-d-une-ambition-europeenne-renouvelee> et <http://www.robert-schuman.eu/fr/questions-d-europe/0362-le-plan-juncker-une-chance-concrete-pour-l-europe>.

24. op cit, pp. 71-76. Le FEIS, en charge du volet PME du plan Juncker, pourrait ainsi contribuer à abonder des fonds d'investissement – et notamment de capital risque – de taille bien plus importante que ceux qui existent aujourd'hui. De même, un « Fonds européen d'épargne et d'investissement » pourrait être abondé avec des crédits du plan Juncker pour investir en fonds propres dans des pays du Sud, selon une idée d'O. Garnier, chef économiste de la Société Générale, et de l'Euro 50 Group. La promotion du capital risque européen, tant sur des bases nationales qu'au niveau européen, revient dans beaucoup de contributions nationales, comme celle du Royaume Uni.

4

long terme [25], et d'organiser la titrisation, via la BEI, d'un portefeuille de projets.

3. Initier des chantiers structurels de plus long terme

L'Union des marchés de capitaux implique également de s'atteler à des chantiers de plus long terme, de nature juridique, fiscale ou économique qui sont tous susceptibles de favoriser la libre circulation de capital dans l'Union. Beaucoup de dossiers ont été évoqués, y compris par la Commission, mais certains, comme l'harmonisation fiscale, sont particulièrement difficiles. Le droit des titres nécessiterait, par ailleurs, une convergence qui ne semble pas décisive à court terme. Selon plusieurs analyses et compte tenu des premiers commentaires de presse, trois chantiers seraient à privilégier en parallèle [26] :

- **le droit des faillites** : le droit européen continental se caractérise par une meilleure protection des salariés et des créanciers publics en cas d'échec d'une entreprise ainsi que par une pratique *jurisprudentielle complexe* [27]. A défaut de pouvoir instaurer un régime « paneuropéen » plus favorable à la prise de risque à l'instar du régime américain, une harmonisation des régimes applicables aux créanciers bancaires dans la zone euro est envisagée par le rapport Demarigny. La Commission aurait engagé un travail préparatoire pour harmoniser certains aspects des régimes d'insolvabilité [28].

- **l'information économique disponible sur les PME** : elle est essentielle au financement non bancaire des assureurs ou des gestionnaires d'actifs. L'accroître sur une base européenne pourrait passer par une ouverture de diverses bases nationales existantes, telles la française FIBEN de la Banque de France, soit par la création de plateformes européennes privées mutualisant, et organisant l'échange payant, de données de multiples sources bancaires. La Commission semble disposée à avancer sur ce point ;

- **la protection des consommateurs** : ce volet est plus avancé depuis la mise en œuvre de nombreux textes tels MIFID I et MIFID II, mais les règles et les pratiques nationales diffèrent et l'offre de produits « à risque » transfrontières, qui sera en mesure de se développer dans le cadre de l'UMC, devrait se concentrer

sur la qualité des solutions d'investissement plutôt que sur les strictes formalités de commercialisation que la Commission semble vouloir engager.

De nombreux rapports proposent d'avancer sur ces sujets en créant des « *task forces* » dédiées et autonomes et rendraient leurs travaux à l'horizon court (2016/2017) pour une mise en œuvre longue (2019). Le deuxième temps du calendrier souhaitable pour la mise en œuvre effective de l'Union des marchés de capitaux serait ainsi engagé. Il conviendrait, selon ces sources, d'avancer progressivement en identifiant les convergences possibles, c'est à dire des normes communes aux législations nationales, tout en laissant le champ ouvert à des progrès propres à la zone euro.

III – L'UNION DES MARCHÉS DE CAPITAUX DEVRAIT ÊTRE RENFORCÉE PAR UNE MEILLEURE ARCHITECTURE DE RÉGULATION ET DE SUPERVISION

1. Des progrès en matière de régulation et de supervision

L'Union des marchés de capitaux porte en elle le développement de risques potentiels propres aux financements de marchés. Il ne s'agit pas tant de contrôler des entités que de suivre des activités financières précises qui peuvent, par mimétisme, conduire à des retournements brutaux des marchés. L'agenda de la Commission devrait donc développer ou inclure un volet spécifique en matière de régulation et de supervision financière, qu'elle a déjà commencé à mettre en œuvre avec des directives ou la création de l'ESMA. Si l'harmonisation de règles est demandée par les investisseurs, la régulation des acteurs de marché suscite leur méfiance.

Plusieurs chantiers peuvent être identifiés :

- le premier consiste à s'assurer la bonne application du « *single rule book* », ce corpus de règles prudentielles uniques pour le secteur financier qui a été adopté mais dont le respect est inégal selon les pays. Il peut être renforcé : cette ambition passe par un renforcement des pouvoirs effectifs de sanction de l'ESMA, l'autorité européenne des marchés avant d'envisager un

25. Voir aussi C. Dargnat, Directeur de l'EFAMA, l'association européenne des fonds d'investissement et de la gestion d'actifs, <http://www.revue-banque.fr/banque-investissement-marches-gestion-actifs/article/creer-un-ecosysteme-europeen-pour-investissemen>

26. *op cit*, pp. 78-81.

27. Voir sur ce point: <http://droitcroissance.fr/tag/droit-des-faillites/>

28. Voir Reuters, *op cit*.

superviseur unique, que la France appelle, à terme, de ces vœux [29]. Ce volet semble absent, à ce stade, des propositions de la Commission ;

- le second invite à mieux réguler le secteur bancaire parallèle, également appelé « *shadow banking* », qui effectue des activités de prêts semblables aux banques. La Commission a déjà acté des dispositions pour prévenir ses risques [30]. Il concerne essentiellement le secteur de la gestion d'actifs. Ceci impliquerait, dans les instances internationales comme dans le champ européen, de mieux prendre en compte les risques de liquidité et associés aux effets de levier dans un souci de stabilité financière, voire systémique, globale.

2. Améliorer la prévention du risque systémique

Le développement des financements de marchés conduit à amplifier les efforts internationaux menés pour contenir le risque systémique. Celui-ci peut être défini comme un enchaînement de risques de marchés susceptibles de conduire à un « collapsus » du système financier et de l'économie. La réponse des autorités publiques a été forte pour lutter à son encontre : élargissement de fait des mandats de plusieurs banques centrales à la stabilité financière, supervision microprudentielle, politique « *macroprudentielle* », qui tente de contenir les enchaînements transversaux et leurs liens avec la politique macroéconomique.

Les deux instances internationales, où la synthèse des risques macro-financiers est effectuée, que sont le Conseil européen du risque systémique (CERS)

créé en 2010 et le Comité de Bâle peuvent être plus efficaces [31]. Le premier est ouvert à un trop grand nombre de membres et dispose d'un mandat de surveillance utile mais probablement trop handicapant pour conduire à une action déterminée [32]. L'autre pourrait voir s'unir plus fortement les voix européennes, soit par une coordination accrue, soit en donnant un seul siège à la zone Euro, à l'instar de ce qui est souhaitable pour le FMI [33].

CONCLUSION

L'Union des marchés de capitaux risque encore de se réduire, lors de la présentation du plan d'action de la Commission, à une série de mesures techniques. Celles-ci pourraient mélanger des dossiers simples et complexes et les horizons de temps nuisant ainsi à la lisibilité du projet et à sa bonne articulation avec la politique macroéconomique. Il conviendrait dès lors, comme le proposent plusieurs experts, d'organiser sa mise en œuvre en deux temps – des initiatives favorables à la diversification du financement des entreprises puis des avancées plus structurantes – tout en s'assurant que sa communication favorise l'appropriation du sujet par les acteurs concernés.

Olivier Marty,

Maître de conférences en institutions
et questions économiques européennes

à Sciences Po et à l'ESSEC www.oliviermarty.com

29. Voir la réponse française au livre vert, *op cit*, et le discours de Michel Sapin, Ministre des Finances, <http://www.economie.gouv.fr/union-des-marches-capitaux-la-france-moteur-projet>. Cette vue française est opposée à la conception anglaise, voir la réponse du gouvernement britannique au projet disponible sur le site de la Commission, *op cit*.

30. Voir, entre autres, la contribution de Xavier de Jerphagnion sur le « *shadow banking* » <http://www.revue-banque.fr/risques-reglementations/article/shadow-banking-vecteur-risques>

31. *op cit*, p. 86.

32. En effet, le CERS est chargé de faire un « *monitoring* » c'est à dire un suivi de plusieurs indicateurs de marché et de nature macroéconomique afin d'identifier la possibilité de survenance d'un risque systémique sans toutefois être en mesure de l'arrêter véritablement à lui tout seul.

33. Ce point fait écho à l'ancienne proposition de représentation unique de la zone euro au FMI, reprise dans le rapport des cinq présidents. Ce rapport associe également l'UMC à l'Union financière qui doit caractériser l'UEM. Renforcées par de tels appuis politiques, on peut espérer que ces idées se concrétiseront bientôt.

Retrouvez l'ensemble de nos publications sur notre site :

www.robert-schuman.eu

Directeur de la publication : Pascale JOANNIN

LA FONDATION ROBERT SCHUMAN, créée en 1991 et reconnue d'utilité publique, est le principal centre de recherches français sur l'Europe. Elle développe des études sur l'Union européenne et ses politiques et en promeut le contenu en France, en Europe et à l'étranger. Elle provoque, enrichit et stimule le débat européen par ses recherches, ses publications et l'organisation de conférences. La Fondation est présidée par M. Jean-Dominique GIULIANI.