



HAL
open science

Le financement des entreprises en Europe : d'un financement bancaire à un financement diversifié : l'UMC

Martin Deluzarches

► **To cite this version:**

Martin Deluzarches. Le financement des entreprises en Europe : d'un financement bancaire à un financement diversifié : l'UMC. Finance [q-fin.GN]. 2015. dumas-01269959

HAL Id: dumas-01269959

<https://dumas.ccsd.cnrs.fr/dumas-01269959>

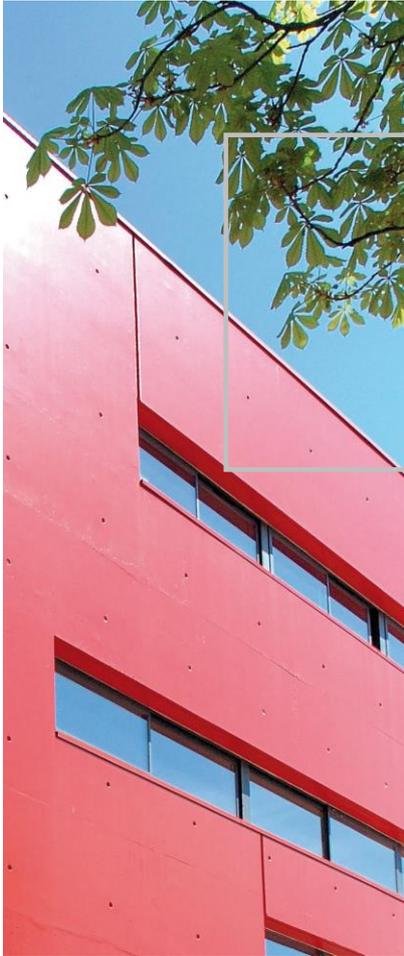
Submitted on 16 Mar 2016

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



Distributed under a Creative Commons Attribution - NonCommercial - NoDerivatives 4.0
International License



Mémoire de recherche

Le financement des entreprises en Europe.

D'un financement bancaire à un financement diversifié : l'UMC.



Présenté par : Martin DELUZARCHES

Nom de l'entreprise : Banque de France Paris

Tuteur entreprise : Denis DELABY

Tuteur universitaire : Geoffroy ENJOLRAS

**Master 2 Professionnel
Master Finance d'entreprises et des marchés
Spécialité Finance
2014 - 2015**



upmf
Grenoble
Université Pierre-Mendès-France
Sciences sociales & humaines

Avertissement :

L'IAE de Grenoble, au sein de l'Université Pierre-Mendès-France, n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les mémoires des candidats aux masters en alternance : ces opinions doivent être considérées comme propres à leur auteur.

Tenant compte de la confidentialité des informations ayant trait à telle ou telle entreprise, une éventuelle diffusion relève de la seule responsabilité de l'auteur et ne peut être faite sans son accord.

Remerciements

Je tiens à remercier la Banque de France et particulièrement Mr Denis Delaby et Mme Soazig Hervé-Onuk pour leur soutien, leurs enseignements et remarques tout au long de mon stage.

J'adresse également mes remerciements à Mr Geoffroy Enjolras qui m'a guidé dans mon travail de recherche et apporté de précieuses critiques pour la construction de mon mémoire.

Résumé :

L'enjeu de cette étude se cristallise autour de l'Union des marchés de capitaux (UMC). En février 2015, la Commission européenne a lancé une réflexion sur le financement des entreprises par l'intermédiaire des marchés. Ainsi, un livre vert a été publié : construire l'UMC. Afin de présenter ce projet européen, le mémoire s'intéresse à trois aspects : pour quelles raisons la Commission européenne estime l'UMC comme nécessaire, quels sont les moyens mis en œuvre pour achever sa construction, et enfin, est-ce une entreprise pertinente. Pour mener l'étude, le mémoire se compose de trois parties. Tout d'abord, nous identifions les origines de l'UMC afin de souligner la nécessité, selon la Commission européenne, d'accroître l'accès au financement de marché. Deux principaux éléments sont mis en lumière : le processus de désintermédiation financière en Europe et la législation bancaire restrictive en termes de financement des entreprises. Ensuite, nous analysons le lancement de l'UMC, c'est-à-dire, sa mise en place. Enfin, pour finir, nous nous interrogeons quant à la pertinence de l'UMC à l'orée de certains aspects tels que le coût, la croissance ou encore l'impact de la titrisation. Nous défendons l'essence de l'UMC et le rôle de l'Union Européenne dans l'accompagnement de l'évolution du système financier d'une part, et, d'autre part, que les entreprises européennes, et les économies européennes de manière plus globale, peuvent tirer des avantages certains de ce projet.

Mots clés :

UMC, financement des entreprises, banques, marchés de capitaux, marchés financiers, désintermédiation, Commission européenne, Bâle 3, Target2-Securities, Titrisation, Solvabilité, Financements privés, Banque de France, Banque Centrale Européenne.

Summary :

The issue of this study is the Capitals Market Union (CMU). In February 2015 the European commission has implemented a reflection on the financing of companies through the markets. That the reason why, a green paper has been published: building a CMU. In order to present this european project, this work focuses on three questions: why the European Union sees the CMU as necessary, what is done to achieve it and, we will finally question the relevancy of this project. To do so, the study is composed of three parts. First of all, we show the origins of the CMU to underline the necessity, according to the European commission, to improve the access to markets sources of funding. Two mains aspects are highlighted: disintermediation process in Europe and a restrictive legislation for bank sources of funding. Then, we analyze the implementation of the CMU, that is to say the first steps of the CMU. And, to finish, we wonder if the CMU is relevant under certain aspects such as worth, growth or the impact of European securitization development. We advocate that the European Union has to lead the evolution of the financial pattern on the one hand, and that European companies, and the European economies as a whole, can earn benefits from this project, on the other hand.

Table des matières

Remerciements	3
Résumé :	4
Summary :	5
Introduction :	7
I- Les origines de l'UMC.....	10
A. La désintermédiation en voie de développement.	10
1. USA vs Europe 2 systèmes de financement : un rapprochement contrasté en Europe ?....	10
2. De nouvelles sources de financement.	15
B. Une réglementation bancaire européenne contraignante.	17
1. Bâle III: des exigences prudentielles accrues.	17
2. Le recours aux marchés de capitaux : une réponse logique à une évolution réglementaire bancaire contraignante.	19
II- La mise en place de l'UMC.	22
A. Le cadre normatif en construction.	22
1. MIFID 2, EMIR, ELTIF.....	22
2. L'Union bancaire et l'ESMA.	24
B. Des infrastructures développement et des approfondissements nécessaires.	25
1. La plateforme Target2-Securities : un système de règlement-livraison européen.....	25
2. Remédier au manque d'information sur la solvabilité des entreprises.	28
III- La pertinence de l'UMC.....	35
A. Comparaison financière et économique des deux modèles de financement.....	35
1. Coût de financement.....	35
2. Disponibilité du financement et risque.....	37
3. Croissance et systèmes financiers : les marchés de capitaux favorisent la croissance.....	41
B. L'UMC un projet pertinent à approfondir.....	42
1. La relance de la titrisation.....	42
2. Développer des financements alternatifs.....	44
3. Marchés de capitaux et financement long terme : un antagonisme par nature?	48
Conclusion :	50
Bibliographie :	51
Sitographie :	53
Annexe :	54

Introduction :

La construction européenne cristallise, depuis ses débuts, le débat autour de la libre circulation des capitaux. Ce débat qui met aux prises différentes idéologies, notamment les libéraux contre les anti-libéraux, s'articule autour du rapport rentabilité/risque. Dans ce cadre, Pierre Mendès France, dans son discours aux français sur la ratification du traité de Rome¹ (1957), véritable acte fondateur du développement de l'intégration européenne, pointait déjà un risque : " cette liberté de circulation des capitaux conduira à un exode des capitaux français [...], il en résultera une diminution des investissements productifs". Au travers de cette intervention, nous apercevons déjà les tensions politiques, tensions aujourd'hui encore vivaces. La construction européenne pourrait être nuisible à la France, au territoire national et aux français. Pourtant, à l'heure où l'intégration supranationale connaît de fortes crises - crise des *subprimes* puis crise des dettes souveraines - l'Union Européenne remet à l'ordre du jour la fondation d'un marché unique des capitaux en Europe. Au-delà des considérations partisans, la volonté des instances européennes de fonder un marché des capitaux est une conséquence des évolutions economico-financières actuelles. Un tel approfondissement de l'intégration régionale s'inscrit dans le contexte de l'évolution du système financier en générale, et du mode de financement en particulier.

Nous pouvons identifier deux modèles de financement. Au cours du XXème siècle, deux systèmes de financement modernes ont émergé : le modèle américain, financement par le marché, et le modèle européen, financement par les banques. Ce dernier emporte un impact clairement identifiable à savoir une dépendance vis-à-vis des banques. Une relation investisseurs financeurs plus étroite se crée au détriment de sources de financement plus étoffées. Implicitement, la question de la promotion du modèle étasunien en Europe émerge avec la construction du marché unique des capitaux. Ceci se pose avec d'autant plus d'acuité que certains observateurs soulignent l'effet de restriction en termes de financement bancaire des nouvelles normes européennes. La question est alors d'assurer des sources de financement aux entreprises afin d'alimenter les investissements productifs. Ce que Pierre Mendès France redoutait avec l'avènement de la libre circulation des capitaux, l'Union Européenne entend le promouvoir par la concrétisation de cette liberté.

En effet, en février 2015, la Commission européenne a officiellement lancé le programme pour une Union des Marchés de Capitaux (UMC). Aussi, le livre vert "Construire l'union des marchés de capitaux" représente un premier jet de réflexion qui appelle à un travail plus poussé et à une consultation de tous les acteurs concernés. Force est de constater que seulement certains groupes

¹ Traité fondateur de la Communauté économique européenne.

ont recours au financement par l'intermédiaire des marchés de capitaux à l'instar de Quantel ou encore Sanofi. L'accès aux marchés financiers demeure circonscrit à un panel restreint de sociétés laissant à l'écart les PME et ETI², véritables poumons de l'économie réelle de nos territoires européens. L'UMC peut être défini comme la volonté de construire un marché intérieur européen des capitaux de manière à harmoniser les règles et édifier des structures communes aux États-membres. La réflexion ne se limite donc pas aux marchés boursiers. Par marché de capitaux, il faut entendre entre autres le marché obligataire, le marché de la titrisation ou encore le marché des placements privés. L'UMC n'est pas une infrastructure mais un ensemble, pour le moment peu cohérent, fait de structures et normes.

Au cours de ce travail de recherche, la question sera d'identifier pourquoi la Commission européenne porte aujourd'hui ce projet et quels sont les avancés. De plus, l'UMC est-elle pertinente au regard des développements déjà entrepris et des implications pour le système de financement? Les instances européennes présentent l'UMC comme une nécessité et un bénéfice pour les entreprises et les investisseurs en Europe. Néanmoins, il faut être conscient que des tendances idéologiques entrent en considération et ce à l'image de la construction européenne dans son ensemble. En effet, d'une part, des analyses tendent à souligner le caractère néfaste d'un tel projet et, d'autre part, une telle entreprise pérennise la Commission européenne dans ses fonctions par le développement de l'intégration, à l'heure où certains pourraient s'interroger sur le devenir de l'Union Européenne

Pour ce faire, la littérature existante est fournie mais très éparse. Outre le livre vert de la Commission européenne, la dernière Revue de stabilité financière représente une composition de textes fournissant des éléments et pistes de réflexion très utiles. Un aspect inexistant, ou très peu présent, dans la littérature est celui de travaux techniques. Partant, le travail suivant, à l'image de la littérature existante peut souffrir du même biais. Il s'avère que l'étude du financement des entreprises en Europe et plus particulièrement de l'UMC recoupe une multitude de domaines de compétences. Ce sujet s'est imposé au cours de mon stage à la Banque de France Paris en tant qu'analyste groupe dans la mesure où une tendance se dégageait au fil des sociétés notées : le recours de plus en plus prégnant au financement par les marchés.

Afin de répondre aux différents questionnements exposés précédemment, nous nous attacherons à identifier les origines de l'UMC. Outre le mouvement de désintermédiation à l'œuvre en Europe et des nouvelles voies de financement qu'il ouvre, un tour d'horizon de la réglementation bancaire européenne permet de comprendre les raisons de la mise à l'ordre du jour de ce projet. Ensuite, il nous faudra examiner la mise en place de l'UMC, à savoir le cadre normatif et les infrastructures sur

² Petites et Moyennes Entreprises, Entreprise de taille intermédiaire.

lesquelles elle peut s'appuyer pour se développer, mais aussi le frein le plus discriminant pour sa réussite : le manque d'information. Pour finir, nous analyserons la pertinence de l'UMC. Une comparaison financière (coût, disponibilité et risque) et économique (croissance) nous permet de souligner les avantages à tirer des deux modes de financement identifiés. Au regard de ceci, nous pourrions conclure que l'UMC est un projet pertinent à approfondir.

I- Les origines de l'UMC.

Cette partie s'attache à comprendre les raisons du lancement du projet de l'UMC. Par conséquent, il s'agit d'identifier les évolutions, récentes et latentes, en cours sur les marchés européens mais aussi au niveau de la législation qui encadre leur fonctionnement. Deux éléments fondamentaux semblent prévaloir dans l'explication de la mise à l'ordre du jour de la Commission européenne du projet de l'UMC. Pour se faire, nous analyserons la désintermédiation à l'œuvre dans le vieux continent mais aussi les retombés en termes de financement attendues des nouvelles sources de financement. Ensuite, l'étude de la réglementation bancaire européenne récente permettra de rendre compte de la montée en puissance du thème du financement par le marché.

A. La désintermédiation en voie de développement.

1. USA vs Europe 2 systèmes de financement : un rapprochement contrasté en Europe ?

Les entreprises ont deux sources de financement ; d'une part, elles peuvent se financer en interne avec leurs propres ressources, et, d'autre part, recourir à un financement externe. C'est dans le cadre du financement externe que deux modèles ont émergés. En effet, dès 1960, J. Gurley et E. Shaw établissent une typologie révélatrice des deux modèles de financement : la finance directe et la finance indirecte. La finance directe repose sur le crédit bancaire et se développe dans une économie dite d'endettement. Au contraire, la finance indirecte privilégie un financement par les marchés de capitaux.

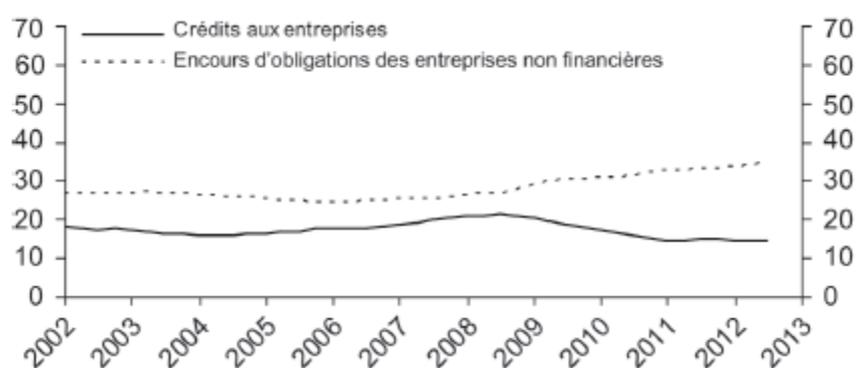
Aussi, outre la source de l'autofinancement conditionnée par un certain nombre d'éléments au titre desquels nous pouvons souligner la capacité de l'entreprise à générer du cash – notamment avec l'étude du cash-flow d'activité rapporté au chiffre d'affaires, les entreprises peuvent bénéficier de financement d'acteurs économiques excédentaires en ressources.

i. Deux modèles aux caractéristiques distinctes.

Traditionnellement, l'économie d'endettement renvoie au modèle européen, alors que le financement par les marchés de capitaux correspond au modèle américain. En effet, aux États-Unis, les institutions non financières sont très peu financées par le crédit bancaire. La désintermédiation financière, c'est-à-dire le financement par le marché, est la norme pour les entreprises américaines.

Comme le souligne le graphique 1, les entreprises américaines émettent davantage de titres de dettes qu'elles n'ont recours aux crédits bancaires. Notons par ailleurs que cette tendance se confirme et s'accroît depuis la crise. Au final, en 2011, le recours au crédit bancaire des entreprises américaines représentait 24 %³ de leur financement.

Graphique 1
Crédits aux entreprises et obligations des entreprises non financières aux États-Unis (en % du PIB)



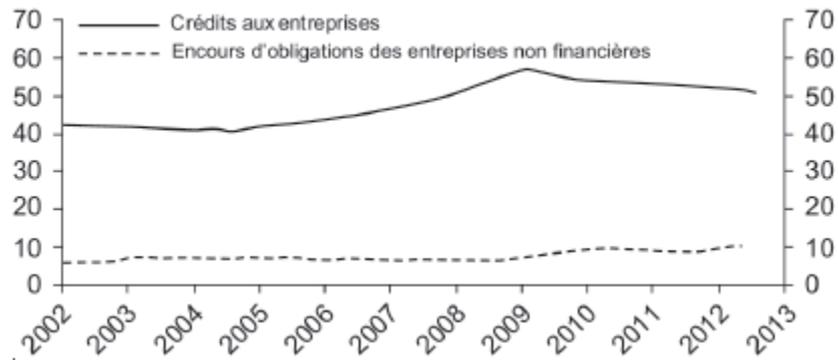
Sources : Datastream ; Natixis

Le modèle européen fait clairement office de contre-exemple au modèle américain. Contrairement aux institutions non financières américaines, les entreprises européennes émettent très peu d'obligations et les banques soutiennent leurs activités. En effet, le graphique 2, rend compte du poids considérable du système bancaire dans le financement des sociétés commerciales européennes. Le système financier européen est fondé autour des banques. Ces dernières fournissent environ 70 %⁴ du financement externe des entreprises en Europe.

³ Goldstein M. et Véron N. (2011), Too Big to Fail: The Transatlantic Debate, *Working Paper Series Peterson Institute*, WP 11-2, January 2011, N° 11-2.

⁴ Goldman Sachs (2015), *European Economics Analyst*, février 2015, N° 15/7.

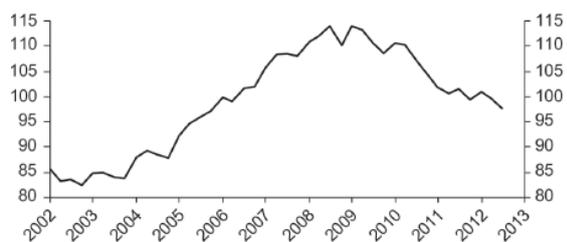
Graphique 2
Crédits aux entreprises et obligations des entreprises non financières en zone euro (en % du PIB)



Sources : Datastream ; Natixis ; BCE

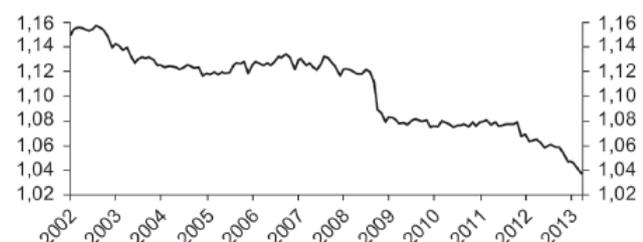
Le financement par le canal bancaire a conduit les banques européennes à recourir massivement à l'endettement afin de répondre aux besoins financiers des entreprises. En effet, depuis le début des années 2000, le taux d'endettement du secteur financier de la zone euro s'est continuellement accru pour atteindre plus de 110 % du PIB en 2008 (Cf. Graphique 3a). L'endettement conséquent des banques européennes leur a permis d'octroyer davantage de crédits que de dépôts. En d'autres termes, les institutions financières bancaires émettent plus de crédits qu'elles n'ont de fonds apportés par les épargnants sous forme de dépôts (Cf. Graphique 3b). Par conséquent, les banques ont recours au mécanisme du levier d'endettement afin de répondre aux besoins de financement du tissu économique européen. Le recours au levier d'endettement fait peser un risque systémique sur le secteur bancaire et sur l'ensemble du système économique et financier. En effet, recourir au levier d'endettement de manière prononcée à l'échelle de toutes les banques européenne est synonyme d'une exposition supérieure au risque dans la mesure où l'actif ne répond pas du passif dans un délai suffisant.

Graphique 3a : dette du secteur financier dans la zone euro (en % du PIB)



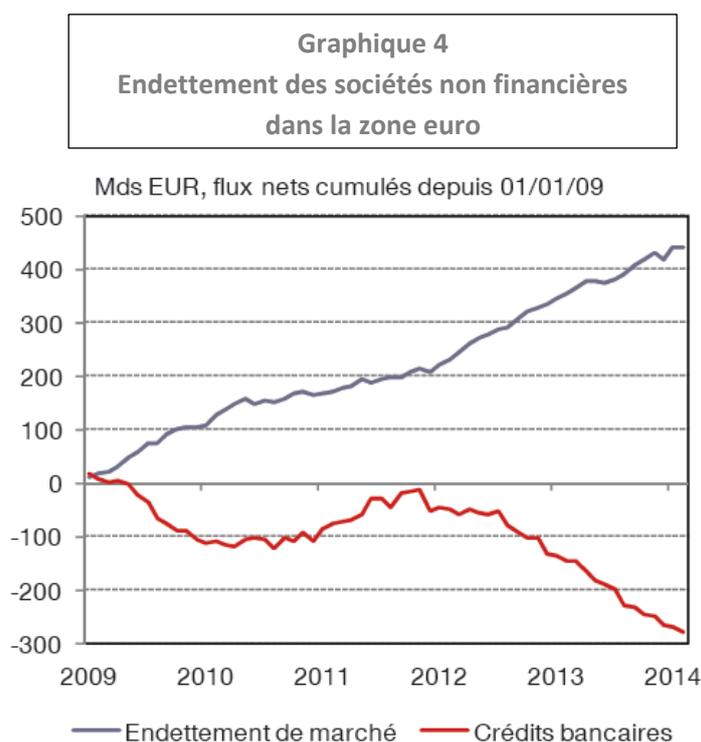
Sources : Datastream ; Natixis ; BCE

Graphique 3b : ratio « crédits bancaires / dépôts bancaires » zone euro



Sources : Datastream ; Natixis ; BCE

Partant, la zone euro, et dans son sillage l'ensemble de l'Europe, connaît une évolution de l'organisation du financement. La désintermédiation financière, à l'image du modèle de financement américain, commence à se développer outre-Atlantique (Cf. Graphique 4). L'évolution financière vers la désintermédiation a vu le développement des marchés de capitaux en Union Européenne : fin 2013, la capitalisation boursière de l'entité régionale représentait 8 400 milliards d'euros en augmentation de 7 100 milliards par rapport à 1992⁵.



Source : BCE

ii. Un modèle européen marqué par des disparités.

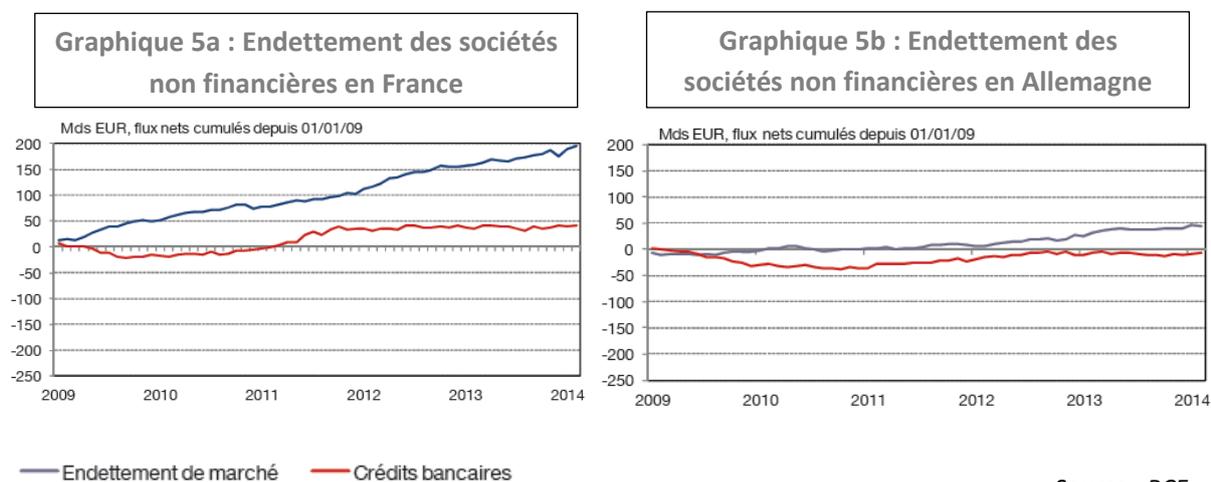
Néanmoins, la tendance que nous venons de mettre en exergue masque les évolutions nationales d'une part, et, d'autre part, les disparités quant à la taille des entreprises. Le marché du crédit est marqué par une fragmentation au sein de l'Union Européenne. Certains observateurs soulignent l'augmentation du spread relatif aux taux de crédits accordés aux PME européennes⁶. Le contexte européen affecté par la crise de l'euro a accentué les divergences des conditions d'obtention de crédits. Par conséquent, l'environnement économique-financier hétérogène n'est pas propice à un retour à une croissance durable en Europe dans la mesure où le vieux continent est en proie à des chocs asymétriques. Ceux-ci sont de nature à mettre en danger l'ensemble de la construction

⁵ Commission européenne (2015), Livre vert, Construire l'union des marchés de capitaux, février 2015, p.7.

⁶ L'étude des PME dans ce cadre est plus à même de nous apporter des éléments de réflexion dans la mesure où les taux de crédits accordés aux grands groupes sont impactés dans une moindre mesure par la situation macro-économique nationale.

européenne telle que pensée par les intégrationnistes. L'UMC est donc une réponse à cette distorsion de l'octroi des crédits en Europe et pourrait être une source de croissance à long terme.

Par ailleurs, comme l'a souligné la Commission européenne⁷, le financement par les marchés demeure restreint aux grands groupes. Partant, les PME et ETI n'ont pas les moyens, en l'état actuel des choses, d'accéder aux marchés de capitaux afin de lever des fonds. Nous avons choisi d'analyser cette manifestation par la comparaison des cas français et allemand. Le tissu économique de ces deux pays diffère : alors que l'Allemagne est constituée en grande partie de PME, la France est caractérisée par la présence de grands groupes multinationaux. L'endettement des sociétés non financières, en France et outre-Rhin, n'est pas impacté par un *credit crunch*. En revanche, l'endettement de marché diffère. Depuis 2009, la hausse cumulée de l'endettement de marché en France est d'environ 190 milliards d'euros, à mettre en perspective par rapport au 40 milliards d'euros en Allemagne (Cf. Graphique 5a et 5b). L'évolution présentée dans les tableaux ci-contre est essentiellement dû à la présence de grands groupes français en capacité de lever de fonds sur les marchés financiers. Les difficultés des PME et ETI de recourir aux marchés de capitaux, comme mis en exergue dans le cas allemand, est une faiblesse européenne que l'UMC entend corriger. Par ailleurs, certaines études⁸ attestent d'une baisse du crédit bancaire pour les grands groupes.



Les contours des origines de l'UMC commencent à se dessiner. Une tendance à la hausse du financement par le canal des marchés de capitaux se dégage en Europe. Toutefois, cette tendance est entachée de disparités entre États membres et au sein de ses derniers. En effet, en fonction du

⁷ Commission européenne (2015), Livre vert, Construire l'union des marchés de capitaux, février 2015.

⁸ Source Banque de France.

maillage économique et de la puissance étatique en question, le recours aux marchés est plus ou moins marqué. Nous avons souligné cette analyse par la mise en avant des cas français et allemand. Par conséquent, l'UMC permettra d'uniformiser les situations européennes. La présentation du projet de l'UMC faite par la Commission européenne s'attèle ainsi à résoudre les difficultés précédemment identifiées : accroître les sources de financement au plus grand nombre sur le marché national mais aussi entre pays européens. L'UMC prend donc ses origines dans les mutations en œuvres en Europe et tend à les accompagner.

Le processus implicite de désintermédiation financière en œuvre a été mis en exergue par la Commission européenne dans le Livre vert de l'UMC. Partant de ce constat, la justification d'un tel projet induit une prise en compte des bénéfices. Ces derniers gravitent autour d'une idée : la promotion de nouvelles sources de financement.

2. De nouvelles sources de financement.

Le développement suivant vise à rendre comptes de l'objectif de l'UMC, objectif identifié par la Commission européenne⁹. Ce dernier a été mis en exergue pour justifier le projet de l'UMC et constituer à ce titre ses origines. En d'autres termes, cette partie présente les bénéfices théoriques pour l'Europe de l'UMC de favoriser de nouvelles sources de financement par les marchés de capitaux. La promotion de nouvelles sources de financement permettrait d'optimiser l'allocation du capital et de diminuer la dépendance à l'égard du financement bancaire de manière.

i. Optimiser l'allocation du capital

Comme l'explique Benoît Coeuré¹⁰, améliorer l'allocation de l'épargne consiste en « une répartition du crédit efficiente et indépendante de la localisation ». Cette définition est orientée pour correspondre au cadre de la Commission européenne. Néanmoins, elle apporte des éléments de réponses quant aux origines de l'UMC. En effet, l'allocation du capital ne serait pas optimale dans le contexte européen. Le projet de l'UMC tient au fait que le financement n'est pas alloué de façon optimale en fonction des caractéristiques intrinsèques des entreprises. L'allocation du capital dépend de manière trop importante à des éléments extracomptables qui tiennent, comme nous avons pu le voir, à la localisation des structures en besoin de financement. Il s'agit de promouvoir une allocation optimale des financements afin d'exploiter au mieux la création de richesse et de soutenir les projets

⁹ Commission européenne, Livre vert, « Construire l'union des marchés de capitaux », février 2015.

¹⁰ Coeuré B. (2015), Achever l'intégration du marché des capitaux, *Revue de la stabilité financière*, n° 19, avril 2015.

bénéfiques pour l'économie réelle. Par exemple, l'UMC permettrait de lisser les primes de risque souverain, vecteur d'une allocation non optimale du capital. Le but est de circonscrire le coût du financement aux caractéristiques financière de la société.

ii. Diminuer la dépendance à l'égard du financement bancaire.

La Commission européenne a identifié ces deux objectifs pour justifier le lancement du projet de l'UMC. Une union des capitaux ouvre un canal de financement aux entreprises et constitue à ce titre une diversification des investisseurs. Comme identifié précédemment, l'économie européenne est dépendante du financement par les banques dans la mesure où les marchés de capitaux ne sont pas efficaces dans le financement des sociétés non financières.

La justification de l'UMC est double : outre une diversification du mode de financement, elle implique une répartition du risque sur un nombre accru d'investisseurs. Chaque investissement implique un risque. Le risque principal identifié ici est le risque de défaut. Aussi, l'aléa du remboursement pèse sur l'investisseur. En d'autres termes, ce dernier prend le risque de ne pas recouvrer sa créance si le projet de son débiteur échoue. La question est de comprendre qu'un panel diversifié d'investisseurs permet de diluer le risque entre plusieurs créanciers. La dilution du risque est fondamentale en cas de défauts successifs.

En effet, une multiplication du non remboursement des dettes auprès des investisseurs peut conduire à un risque systémique et mettre en défaut l'ensemble du système financier¹¹. Partant, la crise systémique, donc de l'ensemble du système, se pose avec d'autant plus d'acuité que les créanciers sont en nombre restreint. L'union des capitaux rend plus aisée la diversification des portefeuilles d'investissements. Le risque de défaut, et donc le risque systémique, est répartie entre plusieurs créanciers. Par conséquent, une chaîne de défaut est lissée entre davantage d'acteur et l'occurrence d'un choc systémique décroît.

Les origines de l'UMC tiennent donc à la volonté des autorités européennes de diminuer la dépendance des entreprises au secteur bancaire de manière à décorréliser l'investissement de cette source unique de financement, mais aussi, afin de diversifier le risque. Le marché unique des capitaux « serait un facteur fondamental de stabilisation à l'intérieur de l'union monétaire »¹².

¹¹ Nous pouvons faire une analogie avec la théorie des dominos, théorie géopolitique selon laquelle un effet domino propage un mal, en l'occurrence le communisme, dans le cas de notre étude le risque systémique.

¹² Cœuré B. (2015), Achever l'intégration du marché des capitaux, *Revue de la stabilité financière*, n° 19, avril 2015.

Cependant, les origines de l'UMC ne tiennent pas uniquement à des éléments conjoncturels - évolution vers un recours plus marqué du financement par les marchés de capitaux avec des disparités entre les marchés européens - mais aussi à des aspects qui tendent à être structurels : une réglementation bancaire européenne contraignante.

Ces différents modèles de financement qui viennent d'être présentés reposent sur un même système : le système financier. Le système financier met en relation des agents économiques à besoins de financement, à l'instar des entreprises, avec ceux en capacité de financement. Ce système financier, en proie à des mutations sous l'impulsion des autorités compétentes, est plus ou moins enclin à favoriser un modèle de financement. Depuis la crise des subprimes de 2007 et la crise financière et économique qui s'en suivie, les instances européennes, compétentes dans le cadre de la normalisation financière, s'attachent à promouvoir un socle réglementaire afin de bannir les sources des dépressions financières.

Les instances de régulations européennes, à l'instar du Comité de Bâle, fort de ce constat, souhaitent donc à normaliser le système bancaire afin de restreindre le levier d'endettement. Dans cette mesure, nous remarquons une tendance baissière avec une chute marquée du ratio « crédits bancaires / dépôts » à partir 2008 (Cf. Graphique 3a).

B. Une réglementation bancaire européenne contraignante.

1. Bâle III: des exigences prudentielles accrues.

Dès 1988, le Comité de Bâle mis en place le ratio « Cooke », un ratio de solvabilité, dans le but de contraindre le taux de fonds propres (numérateur) des banques internationales par rapport au total des engagements de crédit pondérés (dénominateur). Le ratio « Cooke » était alors fixé à 8 %. Suite à la crise financière, le Comité de Bâle présente en 2010 la norme Bâle 3. L'objectif d'accroître la résilience des banques internationales à travers notamment leur capacité d'adaptation à la conjoncture. L'Union Européen a transposé la réglementation Bâle 3 dans le droit communautaire via les directives CRD-4¹³ et CRR. Les normes issues de ces directives sont progressivement appliquées en Europe jusqu'en 2019, date à laquelle elles seront totalement appliquées. De manière plus précise, la réglementation Bâle 3 recouvre trois axes de développement (Cf. Tableau 6) : Capital, Liquidité, Risque systémique.

¹³ Capital Requirements Directive 4.

Tableau 6 : Tableau synthétique Bâle 3

Bâle III		
Capital	Liquidité	Risque systémique
Renforcer la qualité et le niveau des fonds propres de base	Introduire un ratio de liquidité à court terme (LCR)	Inciter à l'utilisation de chambres de compensation (CCP) pour les produits dérivés
Faire face à l'ensemble des risques	Introduire un ratio de liquidité à long terme (NSFR)	Renforcer les exigences en fonds propres pour les expositions entre institutions financières
Maîtriser l'effet de levier		Envisager une surcharge en capital pour les institutions systémiques
Intégrer des matelas de sécurité (coussin de conservation, coussin contracyclique)		

Source : KPMG

i. Des fonds propres plus restreints, des ratios plus élevés.

La réglementation bancaire de Bâle 3 met un dispositif en place afin d'élever la qualité des fonds propres réglementaires et d'accroître les exigences en termes de solvabilité.

- ✓ Des fonds propres réglementaires de meilleure qualité :

Les éléments éligibles à la composition du noyau dur des fonds propres sont réduits. À ce titre nous pouvons citer certains éléments qui ne sont plus gagés de qualité : les impôts différés ou encore les participations dans des assurances ou des banques. Par conséquent, ceci a pour conséquence implicite de renforcer les exigences en termes de solvabilité.

- ✓ Des normes de solvabilité plus contraignantes :

Certains ratios de solvabilité sont relevés à l'instar du ratio de solvabilité minimal qui passe de 8 % à 10,5 %¹⁴. De plus, Bâle 3 met en place un coussin contra-cyclique. Ainsi, en fonction de la conjoncture économique, les banques alimentent ou puisent dans ce coussin. Il vise à pallier le risque systémique

¹⁴ Le ratio Core Tier 1 est dorénavant fixé à 7 % contre 4 % sous la réglementation Bâle 2.

par la constitution de fonds propres de base allant de 1 à 3,5 % par rapport au total des risques pondérés de la banque en question.

ii. Limiter la puissance de financement des banques.

Bâle 3 conduit à plafonner l'effet de levier. L'exigence accrue des fonds propres par rapport aux actifs implique pour les banques un réhaussement du poids et de la qualité de leurs fonds propres. Cette exigence a pour impact d'améliorer le taux d'endettement des établissements de crédit en jouant sur le dénominateur. Avec des fonds propres plus étoffés et de meilleure qualité, ces derniers répondent d'autant mieux aux dépôts. Par conséquent, dans la mesure où les établissements de crédits doivent détenir davantage de fonds propres au regard de leurs dépôts, l'octroi de crédit se resserre et la puissance du financement par le canal bancaire est limitée.

iii. Une exigence de liquidité accrue.

La nouvelle réglementation de Bâle impose aux banque deux ratios de liquidité ; un ratio de liquidité court terme (LCR) et un ratio de liquidité long terme (NSFR). L'enjeu est de contraindre les banques de disposer de suffisamment d'actifs liquides pour couvrir ses besoins à court terme (30 jours) et à long terme (1 an).

Au final, la réglementation Bâle 3 est un frein au financement essentiellement long terme, investissements propices à soutenir les projets productifs. La maturité des investissements bancaires est nécessairement amenée à se raccourcir afin de répondre à l'exigence de liquidité. Nous pouvons ainsi penser qu'à terme, en l'absence d'une politique monétaire de la BCE de taux bas, le coût du financement bancaire puisse être amené à augmenter. En effet, la maturité plus importante des prêts, compte tenu des exigences de liquidité, nécessite plus d'engagement personnel pour la banque en question.

2. Le recours aux marchés de capitaux : une réponse logique à une évolution réglementaire bancaire contraignante.

La présentation de la réglementation bancaire européenne est une base de compréhension au nouveau paradigme du secteur bancaire, et, plus spécifiquement, du financement bancaire. La réglementation de Bâle encadre le secteur bancaire afin de le rendre plus sûre et viable face aux crises. Le financement par le canal des banques est contraint par un panel de normes qui limitent les financements/investissements transfrontaliers et pénalisent les PME. Par conséquent, la santé du

tissu économique européen requiert une diversification des sources de financement. Il s'agit en effet, comme la Commission européenne l'a mentionné dans le cadre du projet de l'UMC, de diminuer la dépendance au secteur bancaire.

i. Un financement transfrontalier limité.

Les exigences prononcées de fonds propres et de liquidité recouvrent une problématique plus globale à savoir le modèle de financement en Europe. Les limites interbancaires imposées amenuisent les flux interbancaires des banques principales de la zone euro vers la périphérie. Par ailleurs, certaines autorités de contrôle des pays européens exercent des pressions sur le système bancaire afin de conserver la liquidité, et d'une manière générale, les capitaux sur le territoire national. La réglementation bancaire renforce « la tendance vers une préférence nationale dans les décisions d'investissements », le « crédit s'orientant de plus en plus vers le marché national »¹⁵. Selon la BCE, en 2012, les dépôts interbancaires de la zone euro dans d'autres États membres étaient de 20 % par rapport au total des dépôts interbancaires, contre 45 % au début de 2008.

Nous pouvons craindre que l'application graduelle des normes de Bâle 3 approfondisse cette évolution vers un financement bancaire transfrontalier de plus en plus étriqué. En effet, début 2014 les dépôts interbancaires transfrontaliers ont poursuivi la tendance baissière, avec une diminution de 31 % depuis 2008¹⁶.

ii. Un financement des PME et ETI pénalisé.

Les impacts prévus de la nouvelle réforme bâloise peuvent amoindrir le financement bancaire des PME et ETI. En effet, Bâle 3 prône implicitement une plus grande sélectivité des entreprises afin de constituer une base stable de dépôts d'une part, et, d'autre part, avoir des contreparties bien notées. Les PME et ETI, source de risque plus important, seront donc davantage pénalisées par la réglementation Bâle 3. Par ailleurs, l'exigence de liquidité renforce le désengagement des banques du financement en fonds propres. Ce mouvement avait été initié dès 2008 avec la cession de certaines banques de leurs sociétés de gestion, base de l'activité de capital investissement.

Différentes études analysent l'impact de la nouvelle réforme bâloise. Selon Paris Europlace, Bâle 3 pourrait à terme renchérir le coût d'intermédiation, c'est-à-dire du financement par les banques, de

¹⁵ Allen F., Beck T. et Carletti E. (2013), Banques en Europe : conséquences des récentes réformes réglementaires. », *Revue d'économie financière* 4/2013 (N° 112), p. 21-36.

¹⁶ <http://www.latribune.fr/actualites/economie/union-europeenne/20140310trib000819086/les-prets-interbancaires-ont-chute-de-31-en-zone-euro.html> consulté le 16/08/15.

100 à 200 points de base¹⁷. Les différentes réformes menées depuis la crise de 2008 impactent le bilan des banques. L'inflation normative exerce une pression sur le financement des banques, mais aussi leur exposition au risque et leurs exigences de marge. Bien qu'en l'absence d'une stabilisation des textes réglementaires il est délicat de tirer des conclusions, un élargissement de la base d'investisseur semble être une dynamique intéressante.

iii. Un élargissement de la base d'investisseur.

Le financement par les marchés de capitaux est un moyen de pallier au resserrement du financement bancaire plus à même, dans les conditions actuelles, de répondre à l'ensemble des besoins des entreprises européennes. Cependant, une critique pourrait être apportée à cette conclusion : ce n'est pas tant l'offre que la demande qui décroît. Cette critique est fondée. En effet, la demande de financement s'est contractée avec la crise économique et financière. Notre propos conduit toutefois à imputer le mouvement de réduction du crédit bancaire non pas à la demande mais à l'offre. Cette tendance est principalement le fait du paradigme bancaire européen comme nous l'avons souligné.

La diversification des financements est d'autant plus nécessaire pour les PME et ETI. Comme nous l'avons vu, d'une part, l'accès au marché est moins aisé pour ce type de société et, d'autre part, le financement bancaire à leur égard sera amené à se restreindre si l'on en croit la récente réforme baloise. C'est un tel raisonnement qui conduit les instances européennes à justifier un des objectifs majeurs de l'UMC : améliorer l'accès au financement par le marché des PME. Pour se faire, l'UMC doit contribuer à favoriser l'accès aux marchés de capitaux en diminuant notamment les coûts liés à ce mode de financement¹⁸.

La promotion de l'investissement des investisseurs institutionnels à destination des PME est une solution plausible. Dans un contexte de taux d'intérêt bas, les investisseurs institutionnels, à la recherche d'actifs à plus fort rendements se tourne vers des classes d'actifs élargies. Suite à la crise de la zone euro, les investisseurs institutionnels se sont concentrés sur les obligations souveraines et celles des grands groupes. Un accès facilité vers des actifs des PME, à rendement plus volatile et donc pouvant être plus important, permettrait à la fois aux investisseurs institutionnels de diversifier leurs portefeuilles en améliorant leur rendement mais aussi de fournir aux PME une source de financement supplémentaire.

¹⁷ Paris Europlace 2013.

¹⁸ Comme le souligne la Commission européenne dans le livre vert de l'UMC : « les émissions d'actions et de titres de créance sont caractérisés par des coûts fixes importants liés au devoir de diligence et aux exigences réglementaires », p.14.

II- La mise en place de l'UMC.

La mise en place de l'UMC n'est pas effective. Aussi, l'enjeu de cette partie est de montrer qu'un cadre normatif favorable au développement de l'UMC est en place et se développe d'une part, et, d'autre part, que des approfondissements sont nécessaires.

A. Le cadre normatif en construction.

Le choix est fait ici de présenter le cadre normatif sur lequel l'UMC peut se fonder pour se développer. Pour se faire, nous analyserons certaines normes et construction européenne, à l'instar de l'Union bancaire, avec comme objectif d'argumenter qu'elles constituent un socle sur lequel la Commission européenne peut mettre en place l'UMC.

1. MIFID 2, EMIR, ELTIF.

Depuis le début des années 2000, les instances européennes se soucient de réglementer les marchés de capitaux. Cette réglementation constitue une base sur laquelle mettre en place l'UMC.

i. MIFID 2 : normaliser les marchés de capitaux.

La révision de la directive MIFID, MIFID 2, fait suite à d'après négociations. La directive MIFID, mise en œuvre en 2007, « est devenue la pierre angulaire de la réglementation des marchés de capitaux en Europe »¹⁹. L'objectif est double : réguler et promouvoir.

Aussi, MIFID 2 est composée de 2 textes : le règlement MIFIR qui régule les éléments relatifs au marché, et, la directive MIFID Recast qui s'intéresse aux règles de conduite. Les changements apportés par MIFID 2 sont nombreux. À titre d'illustration nous pouvons souligner les exigences en termes de redéfinition des produits complexes pour favoriser la compréhension des investisseurs ou encore une éligibilité ciblée des produits afin d'assurer une meilleure redistribution. En d'autres termes, ce texte vise à encadrer les marchés de capitaux en Europe de manière à les rendre plus efficaces et orientés vers un objectif : le financement des entreprises. C'est dans ce sens que MIFID 2 encadre les activités de Commodity Trading avec l'instauration, par exemple, de limites des positions détenues ou encore la possibilité d'interdire temporairement l'activité d'un agent économique.

¹⁹ Agefi Luxembourg (2014), MIFID II : prêt pour repenser le métier de banquier ?, Mars 2014.

ii. EMIR : réglementer les infrastructures de marché et encadrer les risques liés au produits dérivés.

La norme EMIR²⁰, entrée en vigueur en août 2012, réglemente les infrastructures de marché européennes. L'objectif est d'approfondir la transparence de ces dernières d'une part, et, d'autre part, d'encadrer les risques liés aux marchés de dérivés afin de les réduire. Ce règlement de l'Union Européenne a une portée contraignante pour l'ensemble des États membres. Aussi, le règlement EMIR impose des contraintes à l'ensemble des acteurs, contreparties financière, à l'instar des établissements de crédit ou des compagnies d'assurances, et contreparties non financière, comme les professionnels financier ou les véhicules de titrisation.

Pour se faire, EMIR repose notamment sur un encadrement du risque de contrepartie des dérivés. Partant, le règlement impose une obligation de compensation centrale afin de transférer le risque en question aux chambres de compensation. De plus, pour accentuer cette exigence et rendre plus sûrs les marchés de produits de dérivés, EMIR prévoit une harmonisation du cadre juridique qui entoure les chambres de compensation. Cette mesure impose aux chambres de compensation le respect d'exigences poussées d'un faisceau de facteurs à savoir les règles de conduite, l'organisation et le capital. EMIR tend ainsi à développer au niveau de l'ensemble des États membres des règles communes de conduite prudentiel.

iii. ELTIF : la promotion du financement européen long terme.

Suite à un accord en première lecture en décembre 2014 par le Parlement européen, puis, l'adoption par le Conseil en avril 2015, le règlement relatif aux ELTIF²¹ a été publié au Journal officiel de l'Union Européenne le 1er juin 2015. Ce texte met en place un corpus de normes communes sur le fonctionnement des véhicules d'investissement labellisés ELTIF, leur agrément mais aussi leurs politiques d'investissements. Comme le souligne la Commission européenne, « les ELTIF devraient être particulièrement intéressants pour les investisseurs tel que les compagnies d'assurance ou les fonds de pension qui ont besoin de flux de revenus réguliers ou qui visent une croissance du capital à long terme »²². Par ailleurs, le règlement à vocation à encourager le financement des PME, cotées ou non, à se financer par des canaux alternatifs au financement bancaire.

²⁰ European Market and Infrastructure Regulation.

²¹ European long-term investment funds (fonds européen d'investissement à long terme).

²² Commission européenne (2015), Livre vert, « Construire l'union des marchés de capitaux », février 2015.

2. L'Union bancaire et l'ESMA.

Après avoir présenté brièvement l'Union bancaire et l'ESMA²³ nous montrerons en quoi ces dernières peuvent faciliter la mise en place de l'UMC. L'argument consiste à souligner que ces constructions représentent une avancée de l'intégration européenne, intégration européenne qui va de pair avec la mise en place d'un marché unique des capitaux en Europe.

i. L'Union bancaire.

L'Union bancaire, mise en place suite à la crise des dettes souveraines, a pour objectif de mettre fin à un cercle vicieux : les États membres financent les banques, les banques financent les États membres. De même, elle tend à harmoniser les conditions de financement bancaire dans l'Union Européenne. L'Union bancaire repose sur deux piliers complémentaires : la résolution et la supervision. Depuis novembre 2014, le Mécanisme de surveillance unique (MSU) supervise les banques importantes de la zone euro²⁴. La BCE est en charge de ce mécanisme unique de supervision bancaire. De plus, le Mécanisme de résolution unique (MRU) est venu agrémente l'Union bancaire en janvier 2015. Le MRU permet d'unifier les conditions mais aussi les procédures de résolution des établissements bancaires en difficulté.

ii. L'ESMA.

L'ESMA représente l'autorité européenne des marchés financiers. Autorité indépendante européenne, l'ESMA contribue à sécuriser le système financier de l'Union Européenne. Aussi, elle assure l'intégrité, la transparence et des marchés d'une part, et protège les investisseurs d'autre part. L'autorité européenne des marchés financiers induit un développement de l'harmonisation des systèmes financiers des pays membres. En effet, elle est amenée à travailler en étroite collaboration avec les autorités de supervision européenne compétente dans le secteur bancaire et de l'assurance. Par ce biais, l'ESMA promeut des conditions homogènes et égales partout en Union Européenne²⁵, notamment pour les fournisseurs de services financiers. Enfin, elle contribue à la stabilité financière de l'Union Européenne par l'intermédiaire de travaux en collaboration avec le « European Systemic Risk Board ». Cette structure identifie les risques potentiels du système financier et prodigue des conseils afin de diminuer les menaces à la stabilité financière européenne.

²³ European Securities and Market Authority, Autorité européenne des marchés financiers.

²⁴ Soit 130 banques sur 6 000 que comptabilise l'UE. Source : Pollin J-P., Gaffard J-L (2014), L'Union bancaire européenne, L'économie française 2015, Paris, La Découverte, «Repères», 2014, 128 pages. URL : www.cairn.info/l-economie-francaise-2015--9782707182654-page-88.htm.

²⁵ Par exemple, l'ESMA participe activement à la mise en œuvre homogène des directives, comme dans le cas de MIFID 2.

iii. Deux instruments d'harmonisation : vers la mise en place des conditions nécessaires à l'UMC.

L'Union bancaire et l'ESMA constituent des moteurs d'harmonisation en Europe : harmonisation du système bancaire et du système financier. Par conséquent, ces constructions sont essentielles pour la mise en place de l'UMC. Comme le souligne Benoît Coeuré²⁶, membre du directoire de la BCE, l'intégration des marchés est freinée du fait d'un manque d'harmonisation. Il identifie trois sources d'obstacles :

- ✓ Le droit des titres : les conditions d'investissements ne sont pas les mêmes d'un pays à un autre. Les droits d'un titulaire de compte sont, dans certains cas, fragmentés ce qui conduit à une lisibilité contrariée pour les investisseurs.
- ✓ Le droit des faillites.
- ✓ Les règles fiscales.

Dans l'ensemble de ces champs, la législation et les procédures demeurent hétérogènes et fragmentées. L'Union bancaire et l'ESMA sont alors des instruments de réponses et d'homogénéisation européenne.

B. Des infrastructures développement et des approfondissements nécessaires.

Dans le cadre de l'UMC, une infrastructure fondamentale voit le jour. La plateforme Target2-Securities est un élément fondateur dans la mise en place de l'UMC. Par ailleurs, le livre vert de la Commission européenne identifie certains obstacles à la mise en place d'une UMC en Europe. Au regard de ceux-ci, il apparaît nécessaire de mettre en place des mesures et processus afin de rendre effectif les objectifs de l'UMC²⁷. De ce fait, nous nous attacherons à analyser la communication financière, facteur indispensable à l'évaluation de la solvabilité des entreprises.

1. La plateforme Target2-Securities : un système de règlement-livraison européen.

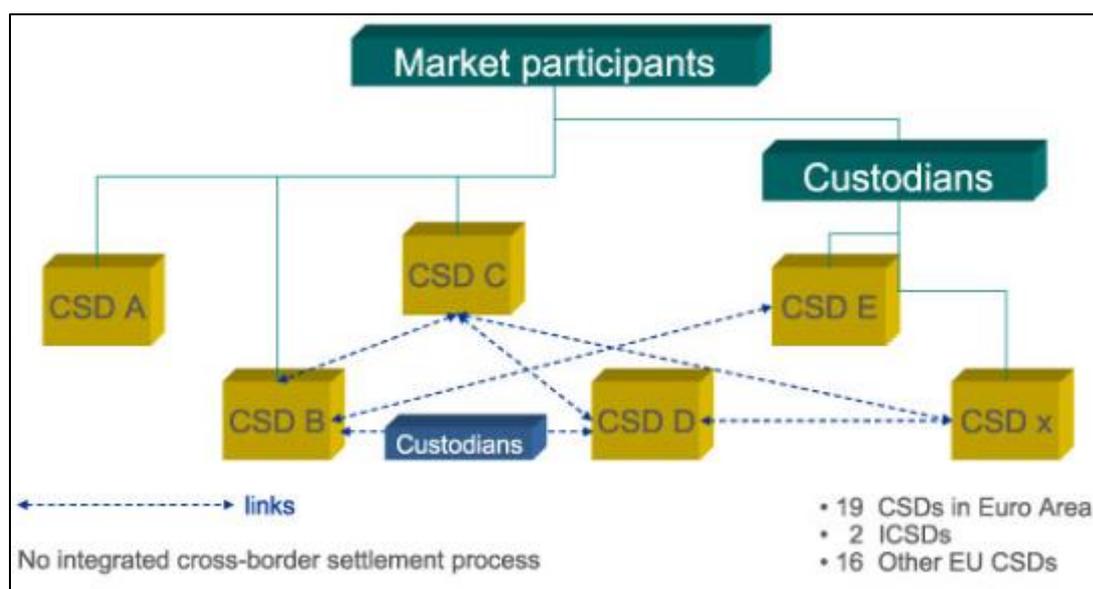
Au-delà des avancées effectives et nécessaires pour approfondir l'information financière des entreprises européennes, l'Union Européenne promeut une infrastructure commune à l'intégration régionale (Target2-Securities).

²⁶ Coeuré B. (2015), Achever l'intégration du marché des capitaux, *Revue de la stabilité financière*, n° 19, avril 2015.

²⁷ Pour mémoire : « améliorer l'accès au financement », « développer et diversifier les sources de financement », « rendre le fonctionnement des marchés plus efficace et plus efficient » (Livre vert, Commission européenne, février 2015).

Dès 2001, le rapport Giovannini expliquait que « les inefficiences dans le règlement-livraison représentent l'obstacle le plus primitif, et donc le plus important, à l'intégration des marchés financiers en Europe ». En effet les infrastructures européennes de règlement-livraison, jusqu'au projet T2S, n'étaient pas suffisantes, comme nous le montre le schéma 7a, en ce qui concerne la sécurité des marchés de capitaux. Cette sécurité des marchés de capitaux en Europe nécessite un système de règlement-livraison cohérent et efficace. La zone euro souffrait d'une fragmentation en cette matière : 18 systèmes de règlements-livraisons coexistaient. Aussi, les dépositaires centraux opèrent via un système de règlement-livraison. Ce dernier, en fonction des instructions transmises, livre ou reçoit des titres. Par ce mécanisme, des mouvements de titres sont entrepris et les opérations sont réalisées sur le compte des participants²⁸. Nous comprenons donc bien que le système de règlement-livraison est essentiel pour le dénouement des opérations et la sécurisation des marchés de titres.

Schéma 7a : Le système européen de règlement-livraison avant T2S



Source : BCE

Afin de dynamiser les marchés financiers européens, le 17 juillet 2008, le Conseil des gouverneurs de la BCE a lancé le projet T2S. Il vise à créer une plateforme européenne destinée à la gestion des activités de règlement-livraison de titres. L'objectif est donc d'éliminer les différences de règlement livraison transfrontalier et domestique. Les dépositaires centraux de titres (CSDs²⁹) vont donc confier

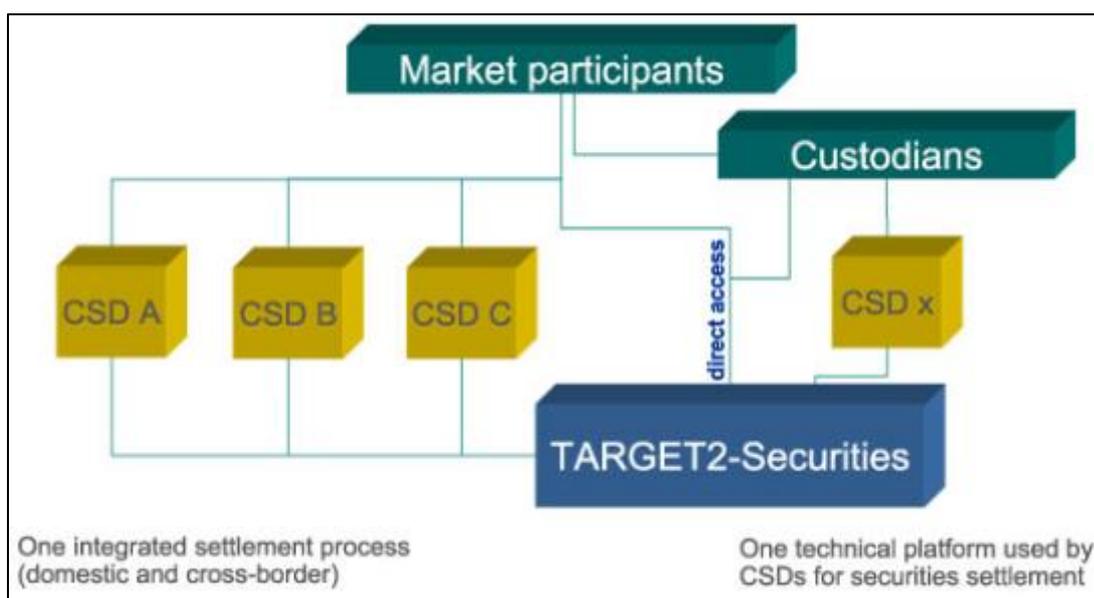
²⁸ http://www.fimarkets.com/pages/paiement_reglement_livraison.php (consulté le 18/08/15) pour étudié l'ensemble de la chaîne post-marché.

²⁹ Euroclear en France.

l'activité règlement-livraison aux gestionnaires de la plateforme selon des modalités harmonisées. Ce projet permettra de favoriser et de dynamiser les investissements européens transfrontaliers et la gestion se fera en temps réel.

Le TS2 est un des plus ambitieux projets d'infrastructures mis en place par l'Eurosystème. Il conduit à instaurer une unique plateforme européenne afin de sécuriser le système et plus particulièrement le « *post trading* ». Le T2S est fondé sur 19 principes généraux³⁰ pour assurer la résilience, l'intégrité et la neutralité de la plateforme européenne. Les ordres qui transitent par la plateforme européenne seront traités de la même manière que les ordres nationaux : coût, processus technique et efficacité. Un corpus standardisé de règles et tarifs seront appliqués à l'ensemble des transactions européennes, réduisant la complexité de l'infrastructure de marché actuel. Les frais transfrontaliers seront réduits rendant le marché européen dans son ensemble plus attractif. De plus, ce système permettra une réduction des exigences de liquidité essentielle au bon déroulement des opérations.

Schéma 7b : Le système européen de règlement-livraison avec T2S



Source : BCE

Au final, il apparaît distinctement sur le schéma 7b que le T2S simplifie et sécurise le système de règlement-livraison à l'échelle européenne. T2S représente une avancée conséquente et milite pour l'harmonisation du post-marché en Europe. Comme le souligne Yvon Lucas, la plateforme « offrira notamment aux banques actives dans le domaine de la conservation des titres, la possibilité de

³⁰ <https://www.ecb.europa.eu/paym/t2s/about/about/html/index.en.html> consulté le 15/08/15.

rationaliser et de consolider leurs back office titres ». À noter que le T2S s'appuiera sur TARGET2³¹, système de paiement en euros dont la gestion est confiée à l'Eurosystème. Le lancement de la plateforme T2S a été officialisé le 22 juin 2015. Le T2S constitue une avancée dans le dépassement des freins opérationnels et techniques à l'intégration européenne.

Nous pouvons identifier l'impact du T2S au travers de différents points :

- ✓ Maximisation des valeurs et des volumes des règlements-livraisons avec des délais d'exécution minimisés.
- ✓ Maîtrise en temps réel de la liquidité et des transactions pour les utilisateurs.
- ✓ Des outils pour faciliter la gestion opérationnelle de la plateforme.

Cette nouvelle infrastructure assure une avancée en aval du système des marchés financiers. En amont, un frein demeure : l'information sur la solvabilité des entreprises.

2. Remédier au manque d'information sur la solvabilité des entreprises.

Un élément fondamental afin de promouvoir l'accès aux marchés de capitaux et accroître le panel des investisseurs pour les entreprises, et plus spécifiquement les PME, est celui de l'information financière. En effet, force est de constater que le manque d'information financière des entreprises est un frein considérable pour l'offre de financement sur les marchés financiers. Dans le cadre de ce développement, nous avons choisis de présenter les directives Prospectus et Transparence avant de mettre en exergue la méthode de cotation Banque de France. Cette dernière est prise à titre d'exemple et permettra de souligner, outre une réponse possible au manque d'information quant à la solvabilité des entreprises, qu'une approche de *credit scoring*³² plus répandue pourrait être pensée à l'échelle européenne³³. Cependant, ce développement consacré à la cotation Banque de France souffre de deux faiblesses ; nous analyserons la méthode de cotation au niveau des groupes³⁴ d'une part, et, d'autre part, la confidentialité de la méthode Banque de France ne nous permettra pas d'analyser celle-ci en détail.

³¹ Entrée en service en novembre 2007, TARGET2 est un système de « paiement à règlement brut en temps réel » (source Banque de France).

³² Ce terme est un raccourci : la cotation Banque de France n'est pas un *credit scoring* en tant que tel dans la mesure où elle va au-delà de l'étude des éléments comptables du groupe.

³³ Dans le sens où le système de cotation déjà en place au sein des États-membres pourrait se développer davantage.

³⁴ La raison de ce développement tient au fait qu'une méthode similaire mais allégée pourrait être mise en place au niveau des PME.

i. Les directives Prospectus et Transparence: développement de l'information financière communes.

La législation européenne tend depuis le début des années 2000 d'engager un processus de publication financière élargie. De fait, l'Union Européenne rend plus sûr les marchés de capitaux, mais aussi et surtout, met en place un environnement favorable au développement des marchés.

Directive transparence : l'information financière.

La directive transparence (15/12/2004), entrée dans le droit positif français en 2007, impose une publication d'information périodique et permanente des sociétés cotées sur un marché réglementé³⁵. De plus, elle soumet les principaux actionnaires à une obligation d'information de franchissements de seuils de capital. Les exigences de communication périodique des sociétés cotées sur un marché réglementé sont ainsi unifiées au niveau européen. Depuis l'entrée en vigueur de cette directive, les sociétés visées doivent fournir :

- ✓ Le rapport financier semestriel dans les deux mois (étendu à trois mois depuis 2015) suivant le premier semestre d'exercice. Ce rapport comprend des comptes condensés accompagné d'un rapport des commissaires aux comptes ou encore un rapport semestriel d'activité.
- ✓ Une information financière trimestrielle, deux fois par an, dans les 45 jours suite au premier et troisième trimestre. À noter que cette obligation d'information financière trimestrielle a été supprimée depuis janvier 2015 suite à la révision de la directive transparence³⁶.

Directive prospectus : l'information générale sur l'émetteur.

La directive prospectus, approuvée en 2003 et entrée en vigueur dans le droit français en 2005 et dont la modification s'applique depuis 2012, a un rôle clé dans la mise en place de l'UMC. Pour les investisseurs non banquiers qui souhaitent investir dans les entreprises qui émettent des titres ou valeurs mobilières, la directive prospectus joue un rôle important. Son objectif est d'améliorer les informations qui leur sont transmis. Aussi, la directive prospectus vise à accroître la possibilité pour les sociétés non financières d'avoir recours à des financements extérieurs autres que par

³⁵ Le marché Alternext Paris n'est donc pas visé.

³⁶ Cet élément dénote la tension entre l'information financière nécessaire à l'investissement et le coût lié à celle-ci pour les entreprises. Se pose la question d'une information financière avec aides publiques : une réflexion pourrait être menée pour que les autorités publiques aident financièrement les entreprises pour publier l'information financière.

l'intermédiaire des banques. Le prospectus est un outil d'information facilitant la prise de décision d'investissement.

Le prospectus comprend des éléments relatifs aux principales caractéristiques de l'émetteur de titres, des garants s'ils ont lieu d'être mais aussi les risques des titres admis à la négociation. Dans le cadre de l'UMC, la Commission européenne entend réviser cette norme pour faciliter davantage la levée de fond pour les PME et ETI via cette méthode de financement.

Dans le cadre de la mise en place de l'UMC une réflexion est lancée sur l'information financière et l'analyse financière des sociétés qui se meuvent sur les marchés financiers ou souhaiteraient y avoir accès.

ii. La méthode de cotation Banque de France : l'appréciation de la situation financière des entreprises.

Avant de détailler la méthode utilisée par la cotation Banque de France, une présentation doit être faite. La cotation Banque de France des entreprises, composée d'une cote d'activité, représentée par une lettre, et d'une cote crédit, représentée par un chiffre, est un moyen de sélectionner les créances éligibles au refinancement auprès de l'Eurosystème. En d'autres termes, les établissements de crédits peuvent, en cas de cotation éligible, apporter des créances en garantie afin de se faire refinancer par la Banque Centrale Européenne ou par la Banque de France. Aussi, la cotation Banque de France est fondamentale pour le système tout entier : outre la santé financière d'une entreprise qu'elle permet de déterminer et de garantir auprès des établissements de crédits, elle facilite le refinancement des Banques, refinancement essentiel pour alimenter l'offre de crédit bancaire. L'octroi de crédit aux sociétés non financières implique que les banques se refinacent auprès de la BCE. Ce refinancement est plus ou moins aisé au regard de la cote Banque de France. Les banques françaises apportent à la Banque Centrale des garanties en contrepartie du refinancement. Jusqu'à la cote de crédit qualifiée de « correcte », les contreparties sont éligibles au refinancement.

La cotation Banque de France suit une méthode « à dire d'expert ». Aussi, au-delà de l'étude financière de la société, chaque analyste financier intègre des éléments qualitatifs et extracomptables au dossier. Nous pouvons distinguer trois sources extracomptables :

- ✓ Informations détaillées sur l'identité de l'entreprise : événements judiciaires, secteur d'activité ou encore liens économiques et financiers avec d'autres entités à l'instar des SCI qui sont susceptibles de concourir à l'activité du groupe.

- ✓ Encours de crédit : la Banque de France a accès à l'ensemble des crédits mobilisés et mobilisables, classés en fonction de leur nature, accordés par les banques françaises.
- ✓ Incidents de paiements sur les effets de commerce.

Les éléments qualitatifs de l'analyse tiennent à la collecte d'éléments en partie fait au cours d'entretiens effectués avec le groupe. Ainsi, des données en termes de stratégies de l'équipe dirigeante ou encore d'évolution de la gouvernance susceptibles d'influencer la cotation Banque de France sont recueillies. Au final la cote est « une appréciation sur la capacité d'une entreprise à honorer ses engagements financiers à un horizon de 3 ans »³⁷. Dans ce cadre, le statut d'OEEC et ICAS³⁸ a été reconnu à la Banque de France. Du fait de son statut ICAS le système de cotation Banque de France a un devoir de performance.

L'analyse financière suit une trame au travers de la Fiche Synthétique de Cotation. Chaque analyste, après avoir mis à jour la fiche d'identité du groupe³⁹ renseigne différents points au titre desquels nous pouvons mentionner une étude SWOT ou encore un examen de l'organisation du groupe et les retraitements Banque de France préalables à l'analyse des comptes. L'analyse financière pure se déroule autour de trois points.

- ✓ L'analyse de la rentabilité :

L'étude s'articule autour des 3 derniers exercices afin de mettre en perspective les tendances et a pour but de rendre compte des performances, c'est-à-dire de la capacité bénéficiaire du groupe.

- ✓ L'analyse de la structure financière :

Ce développement se compose de deux parties, à savoir l'examen de la solvabilité et l'étude de l'autonomie financière. Il s'agit ainsi d'apprécier d'une part, l'endettement financier du groupe au regard de ses fonds propres, et d'autre part, d'estimer la capacité de remboursement du groupe.

- ✓ L'analyse de la liquidité :

La liquidité tend à devenir un point sensible de l'analyse financière au sein de la méthode Banque de France. L'analyse de la liquidité implique la mise en rapport du FRNG au BFR afin de s'assurer que les équilibres bilanciaux sont respectés, ou, le cas échéant, comprendre l'évolution de la trésorerie nette et le recours du groupe à des lignes court terme. S'en suit une réflexion axée sur le tableau de flux de trésorerie afin de souligner la propension du groupe à produire du cash par son activité. Enfin, l'analyse s'achève avec un examen prospectif de la liquidité. Cette dernière vise à s'assurer de la capacité du groupe à faire face à ses échéances de dettes à un horizon de 3 ans.

³⁷ Banque de France

³⁸ Organisme Externe d'Évaluation du Crédit et In-house Credit Assessment System.

³⁹ Dénomination, siren, activité et historique.

L'analyse de la liquidité tend à devenir un élément clé dans la cotation Banque de France. Dans cette mesure et depuis la crise économique et financière, les seuils des cotes d'excellence ont été resserrées. La Banque de France, sous la direction de la BCE, ne raisonne plus en termes de « défaillance » mais en termes de « défaut »⁴⁰. Par conséquent, la problématique financière se déplace en amont et il ne s'agit plus de constater une défaillance mais d'identifier un risque. En effet, un défaut peut intervenir alors même qu'une entreprise est solvable. De plus, soulignons que la Banque de France entame un recueil des comportements RSE des groupes avec pour perspective d'intégrer ces données au profil qualitatif. Les thèmes abordés dans le cadre de la collecte d'information RSE sont la gouvernance, la politique sociale, la politique sociétale ou encore environnementale.

Cependant, la cotation Banque de France, à l'image de la cotation de l'ensemble des États-membres de l'Union Européenne, demeure circonscrite à un faible nombre de destinataires. Tout d'abord, l'entreprise concernée a connaissance de la cote BDF attribuée. Des explications quant à celle-ci peuvent lui être apportées si elle en fait la demande. Par ailleurs, la cotation est consultable par les adhérents FIBEN⁴¹ c'est-à-dire par les établissements de crédit ou encore des sociétés d'assurance-crédit d'une part, et les administrations à vocation financière ou économique. Une interdiction est faite aux destinataires de la cotation : aucune communication de la cote ne peut être faite en dehors du cercle des entités destinataires.

Il apparaît donc que la cotation Banque de France sert le modèle traditionnel de financement des entreprises européennes. Comme nous l'avons souligné, les entreprises européennes privilégie le financement bancaire. Ce canal de financement est alimenté par le système de cotation Banque de France. En effet, dans la mesure où la cotation est réservée à un nombre restreint de destinataires, en l'état actuel elle n'est pas à même de pourvoir au manque d'information financière. Toutefois, une tendance se dégage. En effet, le panel d'agents économiques ayant accès à la cotation s'élargie. La législation tend à reconnaître un nombre plus diversifié d'acteurs économiques auxquels la cotation est accessible. Trois approfondissements peuvent être soulignés. La communication de la cotation s'élargie :

- ✓ Depuis la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010, les assureurs de crédit et assureurs de caution,
- ✓ Depuis le 1er octobre 2014, les plateformes de crowdfunding,

⁴⁰ Entretien avec Monsieur Denis DELABY, responsable pôle groupe Paris Raspail.

⁴¹ Fichier bancaire des entreprises.

- ✓ Prochainement avec le projet de Loi Macron, les entreprises d'assurance, mutuelles et institutions de prévoyance.

Ces récentes évolutions sont le signe que le modèle de financement traditionnel en Europe se renouvelle. Ces changements vont dans le sens d'une mise en place progressive de l'UMC. Par conséquent, à terme la cotation Banque de France, et plus généralement la cotation des Banques Centrales de l'UE, pourraient être un moteur de l'investissement via les marchés. Pour le moment, l'évaluation du risque crédit est trop restreinte et certaines entités n'ont pas de cote de crédit : 25 % des entreprises et 75 % des entreprises patrimoniales⁴².

L'information financière constitue un réel enjeu pour la décision d'investissement. Comme le souligne un récent rapport du Cnis, « le principal problème, aujourd'hui, en matière de données sur le secteur bancaire et financier ne réside pas tant dans le manque de données que dans les difficultés d'accès à ces données »⁴³. Comme le préconise ce groupe de travail, il faut faire évoluer les mentalités pour changer la culture du secret qui entoure aujourd'hui l'information financière.

La pertinence de l'UMC est déjà appréhendée au travers des développements sur la mise en place de cette dernière. En effet, nous analysons les normes et infrastructures présentées ici comme support sur lequel se fonder pour atteindre une union des marchés de capitaux stable. Les différents textes déjà établis, associés aux infrastructures en développement, permettent d'entrevoir une union construite de manière cohérente. La cohérence s'inscrit tout d'abord dans l'évolution croissante vers un financement de marché, évolution que l'UMC entend accompagner et développer. De ce fait, les marchés de capitaux en Union Européenne seront encadrés pour éviter toutes dérives et permettre une bonne alimentation des entreprises.

Le cadre de l'UMC, identifié dans les développements précédents, à l'instar de l'union bancaire, développe un paysage favorable à l'approfondissement des marchés de capitaux. Cet approfondissement s'accompagne d'une réflexion propice à la construction d'un cadre foisonnant d'idées.

Néanmoins, même si la mise en place de l'UMC nécessite, par définition, la mise en exergue des aspects positifs du financement par le marché, sa pertinence doit être posée. Dans cette optique, un élément fondamental est celui de ne pas confondre les États-Unis et l'Europe. Le financement par le marché ne pourra pas constituer le canal principal de financement en Europe. L'objectif est bien celui

⁴² Commission européenne, Livre vert, « Construire l'union des marchés de capitaux », février 2015, p.11.

⁴³ Rapport du groupe de travail du Cnis (2015), L'accès aux données bancaires et financières : une mission de service public », Conseil national de l'information statistique, juillet 2015.

de construire une complémentarité entre les marchés de capitaux et les banques afin d'exploiter tout le potentiel financier et économique de l'Europe.

III- La pertinence de l'UMC.

Au regard des déclarations politiques et des avancés européennes quant à l'UMC, le dessein n'apparaît pas tant de mettre en place une Union de droit que de développer des marchés financiers efficaces. La référence au modèle de financement américain pose la question d'une comparaison. Aussi, un financement par les marchés de capitaux répond-il mieux aux besoins de l'économie réelle ? De plus, la pertinence de l'UMC nécessite le dépassement de l'opposition des deux systèmes de financement et de s'interroger sur les voies susceptibles de mener à bien le projet de l'UMC.

Avant d'entamer ce dernier développement, nous pouvons d'ores et déjà souligner la pertinence théorique de l'intégration des marchés de capitaux. Cette pertinence est mise en avant à travers l'indice d'Herfindahl-Hirschman⁴⁴. Cet indice mesure la concentration du marché. La BCE a mis en exergue en 2014 un indice d'Herfindahl-Hirschman à 700 pour le marché européen. En-dessous de 1000, la concentration du marché, c'est-à-dire de la production, est considérée comme faible. Par conséquent, l'intégration transfrontalière en Europe n'est pas à la frontière efficiente et une UMC pourrait être synonyme d'externalités positives.

A. Comparaison financière et économique des deux modèles de financement.

La comparaison du modèle américain et européen se compose de plusieurs points : coût du financement, disponibilité du financement et risque ainsi que la croissance économique.

1. Coût de financement.

i. Une étude générale.

De nombreux auteurs, à l'instar de Patrick Artus⁴⁵, s'intéressent au coût du financement en fonction du système financier. Le coût du financement des entreprises en Europe est-il plus faible qu'aux États-Unis ? En d'autres termes, permet-il un financement moins coûteux et donc plus accessible ?

Les travaux de Patrick Artus tendent à souligner que le financement par crédit, donc par les banques, est moins cher. Si nous nous référons à ses études (Cf. tableau 8a et 8b), il apparaît que la prime de risque par financement obligataire ou par financement bancaire est plus faible en Europe qu'aux États-Unis.

⁴⁴ Une valeur comprise entre 1000 et 1800 reflète une concentration modérée.

⁴⁵ Artus P. (2011), Le modèle américain de financement des entreprises est-il supérieur ou inférieur au modèle européen, Flash économie, Natixis, septembre 2011, N° 707.

Tableau 8a : Prime de risque moyenne par rapport aux swaps du financement obligataire des entreprises (PDB).

	États-Unis	Europe
1998 - 2011	196	134

Sources : Datastream, Natixis

Tableau 8b : Prime de risque moyenne par rapport aux swaps du financement bancaire des entreprises (PDB).

	États-Unis	Europe
1998 - 2011	138	95

Sources : Datastream, Natixis

Par ailleurs, dans une autre publication⁴⁶, la question du coût du financement est intégrée dans le paradigme de la crise afin de savoir de quelle manière les modes de financement réagissent à celle-ci. La conclusion est la suivante : « dès que la crise est aiguë ou dès que l'on sort des emprunteurs de meilleure qualité, le coût du financement augmente davantage sur les financements de marché que sur les crédits bancaires »⁴⁷. Le financement dans un système financier tourné vers les marchés implique une discontinuité. Les entreprises doivent, en fonction de la conjoncture, accroître ou diminuer leur financement. Par conséquent, le financement ne répond plus aux besoins de sociétés non financières, mais au contexte économique. Les banques européennes peuvent donc jouer un rôle essentiel en cas de conjoncture de crise économique. Les marchés de capitaux peuvent constituer une diversification et une promotion transfrontalière des financements mais en aucun cas la pierre angulaire des systèmes financiers.

ii. Le cas d'ERAMET : un coût plus élevé mais indispensable pour des investissements long terme ?

Afin de confronter l'approche générale du précédent développement à l'étude d'un cas particulier, le choix a été fait de s'intéresser à un groupe, ERAMET, ayant de plus en plus recours aux marchés des capitaux pour se financer. ERAMET est un leader mondial des métaux d'alliages tels que le manganèse et le nickel, mais aussi de la métallurgie.

Au regard du tableau 9, le financement par le marché est en effet plus coûteux en comparaison aux emprunts auprès des établissements de crédits. Outre la raison de la maturité plus longue des emprunts auprès des marchés financiers, le coût de financement plus élevé peut s'expliquer par un manque de confiance. Ce manque de confiance s'explique d'une part par les tensions autour de

⁴⁶ Artus P. (2013), Financement des entreprises par les marchés aux États-Unis, financement des entreprises par les banques dans la zone euro : que nous a appris la crise ?, *Revue d'économie financière*, 2013/3 (N° 111), p.189-198.

⁴⁷ Patrick Artus (2013).

l'activité du groupe⁴⁸, qui peut constituer une raison du recours au financement par les marchés de capitaux, mais aussi, d'autre part, par le manque de démocratisation des placements privés. Si ces derniers se développent davantage à une plus large gamme d'entreprises, le coût de ce financement devrait diminuer.

Tableau 9 : Financements

(en millions d'euros)	Nominal	Taux d'intérêt	Maturité	31/12/2014	31/12/2013
Emprunt obligataire - ERAMET S.A.	525 M€	4,50 %	2020	525	396
Placement privé euro - ERAMET S.A.	50 M€	5,29 %	2026	52	-
Placement privé euro - ERAMET S.A.	50 M€	5,10 %	2026	51	-
Emprunt Deutsch Bank (<i>Schuldschein</i>) - ERAMET S.A.	60 M€	EURIBOR 6 mois + 2 %	2020	59	59
Emprunts auprès des marchés financiers				687	455
Emprunts ICBC/BNP Paribas/BGFI - Comilog S.A.	217 M\$	Libor 6 mois + 4,3 %/+ 2,1 %	2018/2022	140	137
Billets de trésorerie émis - ERAMET S.A.	81 M€	Entre 0,45 % et 0,81 %	1 an max.	81	148
Pensions livrées - Metal Securities	64 M€	EURIBOR 3 mois + 0,4 %	Février 2014	-	64
<i>Borrowing Base</i> - ERAMET S.A.	100 M€	EURIBOR 1 mois + 2,1 %	2017	73	-
Autres emprunts auprès des établissements de crédit				229	114
Emprunts auprès des établissements de crédit				523	463

Source : Rapport annuel 2014, ERAMET, p.229

Outre les éléments propres à la santé financière du groupe force est de constater que le coût du financement par les marchés est effectivement plus élevé. Néanmoins, nous tacherons de garder à l'esprit un élément intéressant à mettre en relation avec le développement relatif à l'investissement long terme : pour se financer sur des maturités plus longue ERAMET ne s'est pas endetté auprès des banques mais bien auprès des marchés de capitaux.

2. Disponibilité du financement et risque.

i. Disponibilité.

Un autre axe de réflexion consiste à comparer la disponibilité du financement en fonction du système financier, à savoir, un types de financement est-il plus à même à offrir en quantité un financement externe aux entreprises ?

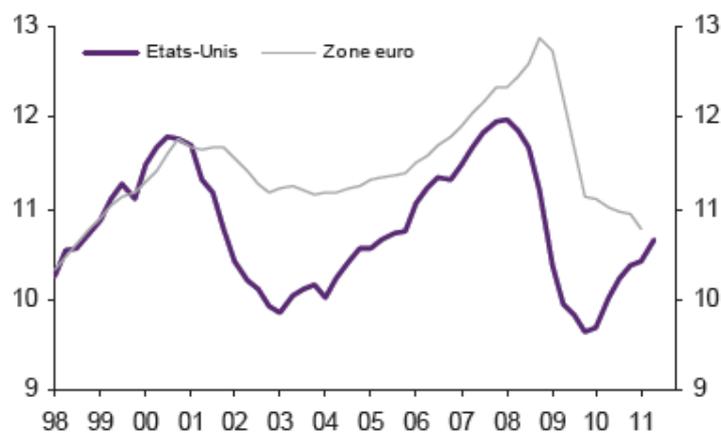
⁴⁸ Suite à un accident ferroviaire sur l'exercice 2014 au Gabon, associé à une diminution du prix du manganèse, les activités d'ERAMET sur ce produit enregistrent une baisse de 8,5 %. Par ailleurs, depuis 2009 le cours des matières premières du groupe s'est effondré, évolution renforcée par la crise du pétrole depuis 2013.

Un système de financement caractérisé par un rationnement des ressources financières externes offre une disponibilité limitée du financement. Par conséquent, trois facteurs peuvent nous aider à identifier le rationnement du financement externe :

✓ Taux d'investissement (Graphique 10) :

Un taux d'investissement plus élevé est synonyme d'une meilleure disponibilité du financement externe. Au regard du graphique X, il apparaît que la zone euro offre plus de disponibilité de financement. La zone euro répondrait donc mieux aux besoins de financement.

Graphique 10 : Taux d'investissement des entreprises (en % du PIB)



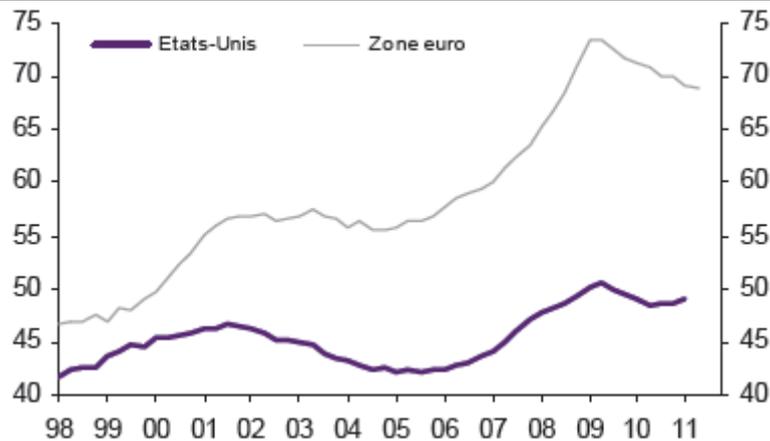
Sources : Datastream, OCDE, Natixis

Deux biais sont à prendre en considération dans cette analyse : la demande de financement ou le degré d'endettement d'une part, et le niveau d'autofinancement d'autre part.

✓ Taux d'endettement (Graphique 11) :

Un taux d'endettement plus élevé associé à un taux d'investissement accru renforce l'idée d'une disponibilité plus conséquente du financement externe. Les entreprises ont davantage d'opportunités d'investissements que les financements externes qui leur sont accessibles. Aussi, dans la zone euro, le taux d'investissement est plus élevé car le taux d'endettement des entreprises y est plus fort.

Graphique 11 : Taux d'endettement des entreprises (en % du PIB)

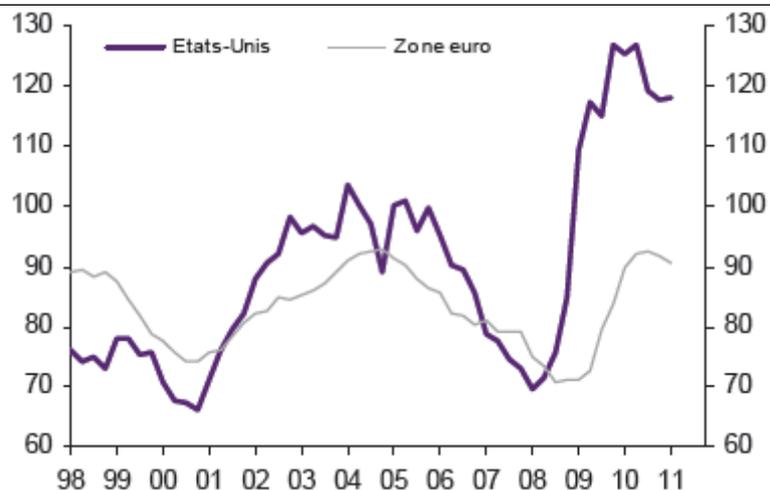


Sources : Datastream, OCDE, Natixis

✓ Taux d'autofinancement (Graphique 12) :

Le taux d'endettement des entreprises est à mettre en relation avec le taux d'autofinancement. Dans la mesure où les entreprises américaines sont moins endettées que les entreprises européennes, ont-elles davantage recours à l'autofinancement ? Le graphique X semble souligner que, dans les années 2000, les entreprises américaines s'autofinancent de manière plus prononcée que dans la zone euro. Cette tendance se renforce depuis la crise.

Graphique 12 : Taux d'autofinancement des entreprises



Sources : Datastream, OCDE, Natixis

Par conséquent, les sociétés non financières se financent, au regard des données précédentes, plus facilement par financement externe dans la zone euro.

ii. Partage des risques.

Le partage des risques est essentiel pour lisser les chocs economico-financier. Le mode de financement influence le partage des risques. Dans une économie financée en majorité par l'intermédiation bancaire, avec des marchés de capitaux peu développés, le partage des risques est moins aisé. Ainsi, des marchés financiers peu développés, comme c'est le cas dans l'Union Européenne, offrent peu de protection et ne sont pas à même de lisser les chocs transfrontaliers. Au contraire, aux États-Unis, les marchés de capitaux, c'est-à-dire les marchés de la dette et les marchés financiers, lisent les deux tiers des chocs soit un niveau satisfaisant⁴⁹. Cette analyse milite donc pour un approfondissement des marchés de capitaux et une harmonisation à niveau européen. Un tel projet permettrait d'approfondir l'intégration européenne, d'unifier le territoire et de diminuer le risque financier par une diversification des investisseurs.

Certains commentateurs sont en défaveur de la mise en place d'une union des capitaux en Union Européenne. Le développement des marchés de capitaux, par nature moins réglementés selon certains, créerait un risque systémique. Toutefois, cette observation semble nier la présence d'entités régulant les activités de marchés en Europe et dans le monde. Comme le montre le tableau en annexe, des structures encadrent et régulent les activités de marchés. Par ailleurs, le profil de risque véhiculé par les marchés est fondamentalement différent de celui du financement bancaire. Alors que dans le cadre du financement par les banques, les investissements sont assortis de garanties des États, ce n'est pas le cas pour les activités de marché. Les risques sont donc portés par les investisseurs, non par les contribuables sur lesquels reposent les risques en cas de faillite d'une banque.

L'UMC engage un cycle de développement du système financier qui vise à approfondir la cadre législatif et les infrastructures européennes. Par exemple, le passage à un renflouement interne des banques⁵⁰ améliore la discipline du marché. La garantie, jusqu'alors implicite, des États sur la dette des établissements de crédit, disparaît et laisse place à un engagement plus prononcé des actionnaires et créanciers. Par extension, la discipline accrue à laquelle conduit la mise en place de l'UMC devrait déboucher sur des investissements à long terme, des investissements axés sur des projets moins risqués et plus productifs.

⁴⁹ Asdrubali, Song, Robinson (1996), « Channels of interstate risk sharing: United States (1963-1990) », *The Quarterly Journal of Economics*, novembre 1996.

⁵⁰ Nous passons d'un système *bail out* avec un renflouement externe, via l'appareil étatique, à un système *bail in* avec un renflouement interne, c'est-à-dire des banques elle-même.

3. Croissance et systèmes financiers : les marchés de capitaux favorisent la croissance.

La crise des *subprimes* a mis au goût du jour le débat du rapport entre les systèmes financiers et la croissance économique. Poser la question de la pertinence de l'UMC revient à se demander si le changement de modèle de financement qu'elle sous-tend apportera plus de croissance. Pour se faire, nous analyserons le lien entre le rôle de la finance et du développement de son intégration en Union Européenne au travers de l'UMC avec l'économie réelle.

Dès 1955, les études de Shaw et Gurley démontrent les correspondances entre la croissance et les intermédiaires financiers. Pagano⁵¹ a identifié trois facteurs par lesquels le système financier agit sur la croissance économique :

- ✓ Sélection de projets : influence la productivité du capital.
- ✓ Coûts de fonctionnement : agit sur l'épargne disponible au financement.
- ✓ Taux de rémunération : conditionne le niveau d'épargne disponible à l'investissement.

Ces trois facteurs constituent des canaux d'influence du système financier sur la croissance de l'économie réelle. En effet, la modification d'un paramètre influe directement sur l'économie : plus de productivité accroît la rentabilité, la rentabilité conduit à l'accumulation du capital, l'accumulation du capital s'accompagne d'une épargne, l'épargne permet le financement et donc l'investissement. Par conséquent, si le système financier ouvre de nouveaux canaux de financement, l'investissement sera facilité et la croissance économique en est, théoriquement, dynamisée.

La pertinence de l'UMC est alors clairement posée : des marchés de capitaux plus développés en Union Européenne peuvent dynamiser la croissance. Des études empiriques à l'instar de celle menée par Zervos et Levine (1998) argumente cette analyse. Selon leurs travaux, la liquidité des marchés financiers encourage la croissance à long terme. L'optimisation de l'allocation des ressources est liée à la faculté d'échanger des instruments financiers. Par conséquent, au regard des travaux théoriques sur lesquels se fonde notre analyse, le modèle américain semble exploiter au mieux l'ensemble des leviers de croissance.

⁵¹ Pagano M. (1993), Financial Markets and Growth: An Overview, *European Economic Review* 37, pp. 613-622.

B. L'UMC un projet pertinent à approfondir.

1. La relance de la titrisation.

Depuis la crise des *subprimes* la titrisation est, dans l'opinion commune, une technique financière « toxique ». La Bpifrance définit la titrisation comme suit : « la titrisation est un mécanisme financier de réorganisation de l'actif économique qui vise à transformer des actifs peu liquides en titres »⁵². La titrisation fait intervenir un véhicule *ad hoc* auquel sont cédés les actifs titrisés.

Le choix est fait ici d'argumenter le bien-fondé de la titrisation au-delà de la mauvaise réputation qui est sienne. La relance de la titrisation en Europe est un moyen d'atteindre certains objectifs de l'UMC : une diversification et une liquidité plus prononcée. Partant elle renforce la capacité de financement des entreprises auprès d'investisseurs non bancaires. La titrisation peut contribuer, outre à un accroissement du financement par les marchés, à relancer le développement du financement bancaire. Comme nous l'avons souligné, certaines réglementations, à l'instar de Bâle III, accentue les exigences en termes de solvabilité et liquidité des banques.

Bon nombres d'observateurs⁵³ s'attachent à souligner la qualité de la titrisation européenne. Le taux de défaillance des actifs sous-jacents est bien moindre dans le cas du Vieux continent comparé au pays de l'Oncle Sam. Selon *Standard & Poor's*, les actifs sous-jacents titrisés en Europe ont un taux de défaillance à hauteur de 1,5 % contre 18,4 % aux États-Unis. Par conséquent, l'objectif des autorités européennes est de relancer la titrisation dite de « qualité ». Le projet de l'UMC vise à promouvoir une titrisation de titres transparents, simples et standardisés de manière à fluidifier les circuits financiers. Ce souhait de relancer la titrisation en Europe est certain. Par exemple, en novembre 2014 la BCE a lancé plan d'achat d'ABS⁵⁴ afin de soutenir le financement des PME européennes. De plus, la Banque de France a développé en avril 2014 un véhicule *ad hoc* de titrisation ESNI⁵⁵. Néanmoins, ce véhicule de titrisation n'est pas déconsolidant. Par conséquent, les actifs cédés restent aux bilans des banques et l'effet escompté sur la solvabilité des banques ne s'exprime pas pleinement. Ces deux exemples soulignent une volonté marquée des autorités publiques : octroyer une valeur de liquidité aux crédits accordés aux entreprises, notamment au PME et ETI.

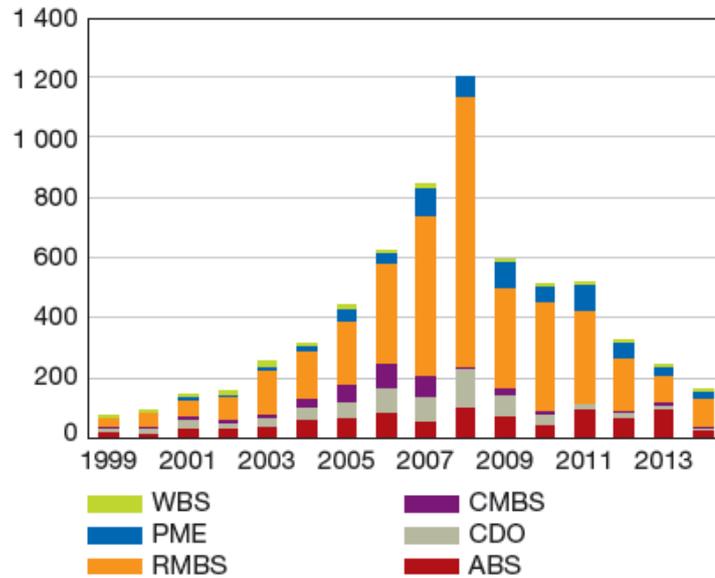
⁵² Caudoux A. et Geffroy J. (2015), Quels financements pour soutenir la croissance des petites et moyennes entreprises et des entreprises de taille intermédiaire et préparer la compétitivité de demain ?, *Revue de la stabilité financière*, n° 19, avril 2015.

⁵³ À ce titre nous pouvons citer Christian NOYER, Gouverneur de la Banque de France (2015), L'après-crise et le financement de l'économie : enjeux et défis pour la stabilité, *Revue de la stabilité financière*, n° 19, avril 2015.

⁵⁴ ABS: Asset-Backed Securities.

⁵⁵ Euro secured notes issuer.

Graphique 13 : Titrisation en Europe (en milliards de



Source : SIFMA, FMI

Ces relances ciblées demeurent limitées. Les titrisations en Europe est en constante diminution depuis la crise de 2008. En 2014, le volume de titrisation est retombé à son niveau de 2001 (Cf. Graphique 13).

La relance de la titrisation est un élément fondamental pour fluidifier les marchés de capitaux. Pour ce faire, nous pouvons identifier des pistes de développement susceptibles d'accroître le financement par les marchés. La titrisation déconsolidante, bien qu'elle puisse paraître plus risquée, permet aux cédants de faire sortir les créances de son bilan. De fait, ce mécanisme améliore sa solvabilité. Ceci, mis en perspective par rapport aux normes bancaires contraignantes, donne aux banques plus de souplesse pour respecter la réglementation bancaire telle que Bâle III. La titrisation déconsolidante a des adeptes. Lors du forum organisé par Paris Europlace les 7 et 8 juillet 2015, Laurent Mignon, directeur générale de Natixis a affirmé que « la déconsolidation est vraiment au cœur du succès du marché de la titrisation en Europe ». Pour se prémunir contre le risque lié à la titrisation déconsolidante, la composition des portefeuilles titrisés doit gagner en simplicité. En effet, la complexité des portefeuilles d'actifs sous-jacents est une raison des dérives qui ont conduit à la crise des *subprimes*. La composition des portefeuilles renvoi au débat autour de la notation des créances titrisées ; quelles entités pour noter et sécuriser les créances titrisées ? Dans ce cadre, nous pouvons souligner la faillite des agences de notations. Lors de la crise des *subprimes*, ces dernières n'ont pas joués le rôle d'analyste du risque convenablement dans la mesure où certains portefeuilles accrédités d'une note correcte se sont avérés toxiques. Par ailleurs, le FMI tente aussi d'apporter des

éléments pour favoriser une titrisation saine et dynamique. C'est pourquoi il prône « le développement d'une base d'investisseurs institutionnels non bancaires »⁵⁶.

Les autorités européennes doivent donc, par l'intermédiaire de leur pouvoir législatif, mettre en place des mesures pour permettre le développement du financement par le marché, et ainsi rendre effective l'UMC.

Nous avons précédemment identifié un accès restreint aux marchés de capitaux en fonction des caractéristiques nationales ou de taille des entreprises. A l'heure actuelle, même si la BCE offre des liquidités à bas coûts, la titrisation peut être un soutien au secteur bancaire. L'UMC est donc à la fois un moyen de favoriser le financement par les marchés, mais aussi de soutenir le crédit bancaire. La titrisation est un mécanisme pour transférer une partie du risque attaché aux crédits à un panel plus large d'agents économiques. L'intérêt pour les sociétés non financières est réel : leurs projets seront davantage soutenus par les banques qui peuvent fragmenter le risque encouru. De même, la titrisation permettrait un investissement à l'échelle européenne dans la mesure où les portefeuilles de titrisation sont transfrontaliers, contrairement à la grande majorité des investissements bancaires.

2. Développer des financements alternatifs.

i. Les placements privés, une place accrue pour les assureurs.

Les placements privés s'adressent principalement aux entreprises non cotées. Ce type de placement permet donc aux PME et ETI de lever de fonds sans entreprendre une introduction en bourse qui induit un certain coût. Les entreprises, dans le cadre de la levée de fonds par placements privés, font appel à des investisseurs tels que des fonds spécialisés ou des compagnies d'assurance sans pour autant répondre au régime de l'appel public à l'épargne. De fait, le processus est allégé en termes financier et simplifier au niveau de la procédure. En effet, le recours à ce financement ne nécessite pas d'obligations de communication d'information ou encore de contrôle des autorités de marché. Contrairement aux financements traditionnels par le marché, les placements privés reposent sur un document dit ad hoc établi entre les investisseurs et l'emprunteur.

Les placements privés, principalement des émissions obligataires d'entreprises non cotées à destination d'un nombre restreint d'investisseurs privés, soulignent le rôle central des sociétés de gestion et des assureurs dans le développement du financement par le marché. Cette technique

⁵⁶ Segoviano M., Jones B., Lindner P. et Blankenheim J. (2015), La relance de la titrisation, *Revue de la stabilité financière*, n° 19, avril 2015.

financière s'est d'abord développée aux États-Unis⁵⁷ avant d'être appliquée en Europe dans un premier temps sur le marché allemand⁵⁸ puis, depuis 2012, en France. La place de Paris a mis en place un placement privé nommé Euro PP afin d'accroître les flux de financement à destinations notamment de certaines PME et des ETI. De 2012 à fin 2014, le marché des Euro PP s'est bien développé passant de 3 à 4 milliards d'euro levés par an à environ 12 milliards⁵⁹. Néanmoins, force est de constater est circonscrit à un nombre restreint d'entreprises à savoir les grandes PME et quelques ETI. Au final, ce serait majoritairement les entreprises cotées dont le chiffre d'affaires est supérieur à 500 millions d'euros.

Afin de démocratiser le financement des entreprises par placements privés, une charte a vu le jour. Cette dernière « a pour vocation de fournir un cadre standard non contraignant des pratiques essentielles au développement des placements privés »⁶⁰. Le déploiement de la Charte des Euro PP est une initiative de la CCI de Paris soutenue par la Banque de France et le gouvernement français. L'intérêt réside notamment dans la communication d'une information suffisante et standardisée.

Le développement des placements privés donne aux investisseurs privés, à l'instar des sociétés de gestion et des assureurs, un rôle plus important. Pour ce faire, les autorités nationales et européennes peuvent promouvoir ce type de financement dans le cadre du projet de l'UMC. Un cadre et des structures dédiées permettraient d'accroître le développement des placements privés à l'échelle européenne. Par ailleurs, Bruxelles doit soutenir les initiatives nationales et la mise à l'ordre du jour des placements privés s'impose dans le cadre du projet de l'UMC. Le partenariat banque / sociétés d'assurances doit être repensé afin de promouvoir le transfert de connaissances acquis par les banques. En effet, les banques ont acquis une expertise de crédit. Dans la mesure où d'autres investisseurs sont amenés à jouer un rôle plus marqué dans le financement des entreprises en Europe, la place des banques doit être renouvelée dans notre schéma de financement en développement. Les établissements de crédit demeurent la pierre angulaire du financement des entreprises en Europe. Toutefois, les changements prônés par les acteurs économiques, soutenus par les acteurs publics, et imposés par l'inflation normative, implique que les banques refondent leur business model afin de s'adapter au mouvement croissant de désintermédiation.

⁵⁷ USPP: United States Private Placement.

⁵⁸ Shuldschein.

⁵⁹ Caudoux A. et Geffroy J. (2015), Quels financements pour soutenir la croissance des petites et moyennes entreprises et des entreprises de taille intermédiaire et préparer la compétitivité de demain ?, *Revue de la stabilité financière*, n° 19, avril 2015.

⁶⁰ Charte Euro PP (placements privés), Ministère des finances et des comptes publics, Ministère de l'économie, du redressement productif et du numérique, Bercy le 30 avril 2014.

Nous avons analysé le nouveau rôle des assureurs dans le financement des entreprises européennes dans le contexte actuel de mutation des canaux de financement. Les assureurs constituent un vivier important de ressources financières notamment par la gestion de l'épargne des ménages. En effet, les assureurs gèrent entre autre l'assurance-vie des ménages. En France, les placements des assurances représentent 1 940 milliards d'euros en valeur de marché (Arnaud Caudoux et Julien Geffroy 2015). Les autorités françaises, consciente du rôle que peuvent jouer les assureurs dans le financement des entreprises, légifèrent afin d'orienter les placements liés aux assurances-vie vers les sociétés non financières. Pour se faire, les autorités françaises ont réformés le *Code des assurances* par décret en août 2013⁶¹. Dès lors, le décret permet aux assurances d'investir davantage auprès des entreprises, à hauteur de 5 % de l'épargne des assurés.

A l'instar des autorités françaises, Bruxelles donne les moyens aux assureurs de se constituer en canal de financement pour les entreprises. Ici, nous pouvons penser à la directive *Solvability 2* qui pousse les assureurs à investir dans des sociétés non financières c'est-à-dire à des investissements moyen et long terme.

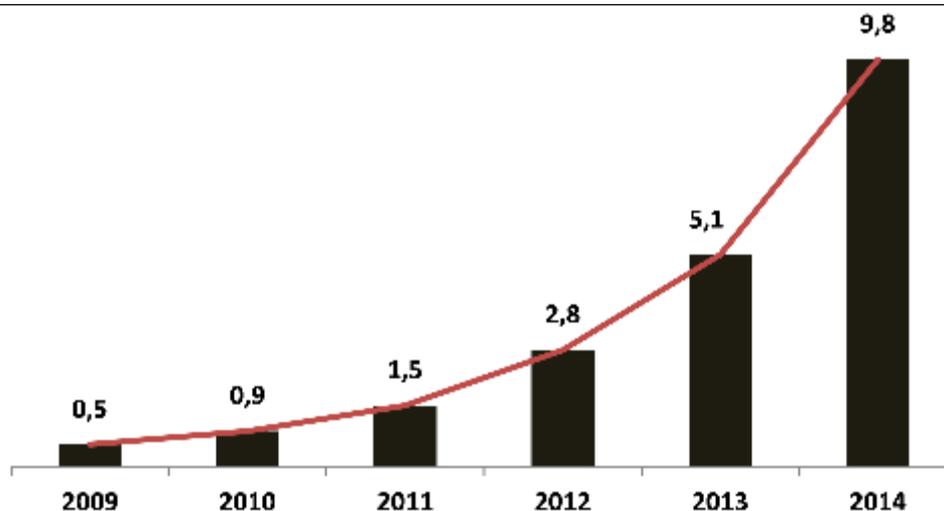
Par conséquent, l'UMC permet d'aborder une réflexion d'ensemble sur la mise en place des moyens et infrastructures nécessaires à la promotion de sources de financement diversifiées outre le financement bancaire.

ii. Le crowdfunding.

Le crowdfunding peut être défini comme une méthode de financement par laquelle un entrepreneur s'endette, parfois par le haut de bilan, auprès d'un groupe de petit investisseurs à travers un appel au financement sur une plateforme internet. Cette industrie est en hyper croissance comme le montre le graphique 15.

⁶¹ Décret n°2013-717.

Graphique 15 : développement du crowdfunding (en milliards de dollars).



Source : BSI Economics

Le caractère éclaté des investisseurs peut être clairement identifié : en 2014 l'on recensait, en France, 1,3 millions de financeurs et 84 880 projets déjà financés⁶². Si nous nous référons à ces chiffres, il y aurait plus de 15 investisseurs pour un même projet. Le crowdfunding est un financement de type alternatif et désintermédié. Il met en rapport une multitude d'investisseurs qui placent leur épargne via une plateforme de crowdfunding. Ce système financier nouveau représente une source de financement à prendre en considération pour les entreprises.

En effet, le financement participatif constitue un véritable vivier de ressources financières. Cette analyse est soulignée au travers du sondage réalisé par l'Institut Think⁶³ concernant le crowdfunding en France. Selon ce sondage, le nombre d'investisseurs pourrait atteindre 24 millions à moyen terme.

L'Union Européenne doit accompagner le développement du crowdfunding sur l'ensemble du territoire européen. En 2015, les plateformes de crowdfunding sont circonscrites à l'échelle nationale. Une initiative européenne est nécessaire dans le cadre de la promotion de ce mécanisme de financement des entreprises. L'intérêt d'un tel mécanisme est certain. Par le développement du crowdfunding à l'échelle européenne, les instances supranationales pourraient réallouer l'épargne, notamment des ménages, aux entreprises. Dans un système financier où, d'une part le financement bancaire tend à diminuer et, d'autre part, la problématique est d'ouvrir d'autres sources de financement si possible transfrontalières, le crowdfunding répond aux volontés politiques actuelles de

⁶² Source : Association Financement Participatif France.

⁶³ Think : *Les français, leurs entrepreneurs et le crowdfunding*.

http://www.experts-comptables.fr/sites/default/files/asset/document/sondage_think_-_sde_paris_2015_v4.pdf consulté le 10/08/15.

manière efficace. Même si le financement par ce procédé demeure limité par rapport à la puissance financière des banques ou des investisseurs institutionnels, il pourrait être un mode de financement de premier ordre pour la création d'entreprise.

Par ailleurs, créée en 2009, la plateforme française Wiseed travaille en collaboration avec Alternativa, système multilatéral de négociation (bourse des PME). Cette plateforme met en exergue l'apport du crowdfunding dans le développement des marchés de capitaux en tant que tel. Wiseed favorise l'accès des PME au marché secondaire. De par la collaboration avec Alternativa, la liquidité des participations est assurée.

Dans la plupart des cas, les plateformes organisent l'évaluation de l'entreprise. Celle-ci s'organise autour de trois étapes dans le cas de Wiseed avec : l'identification du besoin, un engagement démontré de l'entreprise (concept, ressources, compétences), un engagement tangible de l'entreprise (les moyens humains et l'organisation). Si la levée de fond est élargie à d'autres investisseurs, à l'instar des business angels, ceux-ci peuvent aussi participer à l'évaluation de l'entreprise. L'information nécessaire à l'investissement, identifiée comme problématique pour l'évaluation de la solvabilité de l'entreprise dans la deuxième partie, est ici organisée par la plateforme.

3. Marchés de capitaux et financement long terme : un antagonisme par nature?

Les marchés de capitaux sont guidés par le rendement court terme. En effet, contrairement aux systèmes financiers orientés vers les banques, les systèmes orientés marchés se nouent au travers d'opérations ponctuelles avec une relation anonyme. Partant, le courttermisme peut prévaloir. Par opposition, les banques entretiennent avec les agents à besoin de financement une relation durable et stable.

Par ailleurs, l'UMC promeut la liquidité des marchés. Bien qu'elle soit essentielle au développement et à la consécration d'une union des capitaux, la liquidité des marchés financiers peut nuire à l'investissement long terme, investissement moteur pour l'économie réelle : « l'existence de marchés liquides favorise l'arbitrage plutôt que l'implication dans la gestion d'entreprises »⁶⁴. À terme, l'efficacité de l'allocation de capital s'en trouve réduit.

⁶⁴ Jacquet P. et Pollin J-P (2012), Systèmes financiers et croissance, *Revue d'économie financière*, 2012/2 (N° 106) p. 77-110.

Les origines de l'UMC et sa mise en place sont sous-tendues par l'idéologie libérale. Le débat récurrent entre les partisans de la libéralisation d'une part et de la régulation d'autre part s'opposent quant au bienfondé d'une union des capitaux en Union Européenne. La Commission européenne entend promouvoir et faciliter l'investissement long terme par l'intermédiaire du projet d'UMC qu'elle porte. Cependant, est-ce souhaitable pour les entreprises de mettre en place un tel dispositif ? N'y a-t-il pas une contradiction dans le projet de l'UMC qui se cristallise autour du développement de l'investissement long terme ?

La problématique de l'UMC réside dans la contradiction qu'elle sous-tend : promouvoir les investissements long terme aux moyens des marchés de capitaux, canal privilégié de l'investissement court terme. Le danger du développement des marchés financiers et de la liquidité est, en effet, le développement des investissements court terme à faible valeur pour l'économie réelle. Néanmoins, la Commission européenne est consciente du biais possible d'un tel objectif. C'est pourquoi, l'UMC entend promouvoir le financement en fonds propres. Les marchés de capitaux ne se cantonnent pas au profit court terme. Ces dernières années, le capital investissement d'une part, et, le *crowdfunding* d'autre part, se développent.

Par conséquent, la promotion des investissements long terme par des canaux, a priori, court terme – les marchés de capitaux – n'est pas analysée comme une contradiction. Le développement des marchés de capitaux en Union Européenne doit principalement permettre aux PME et ETI de trouver davantage de financement. Avec ce type de sociétés financières, la faible liquidité de leurs bilans n'est pas à même de promouvoir le courtermisme.

Conclusion :

La pertinence de l'UMC se pose en termes d'effectivité. Pour rendre le financement par le marché des entreprises effectif, des conditions supplémentaires doivent être remplies. Dans le cas contraire, l'UMC n'aura qu'un impact très limité et les investissements ne dépasseront pas l'échelle nationale.

Il s'agit essentiellement des aspects macroéconomiques. Pour inciter les acteurs des marchés de capitaux à détenir des actifs d'autres États-membres, c'est-à-dire élargir l'éventail au-delà des actifs purement domestiques, la promotion de la stabilité budgétaire est fondamentale. L'initiative de vouloir construire une véritable UMC dans l'Union Européenne ne sera viable que si les États-membres affichent une santé des finances étatiques comparables. L'entreprise menée par la Commission européenne est une concrétisation pour la construction du marché intérieur commun.

Si nous pouvons conclure que des conditions supplémentaires sont requises pour rendre effective les efforts entrepris pour construire l'UMC, nous pouvons ajouter de manière que ce projet est difficilement palpable. Par ce terme nous voulons souligner que la construction d'un marché unique des capitaux est une succession de mesures pour créer des infrastructures et mettre en place un cadre normatif unifié. Au regard de ce travail, la construction d'une UMC est souhaitable quant à ses motivations. L'ampleur du travail qu'elle implique apporte cependant des incohérences quant au chemin à suivre pour l'achever.

Pour répondre aux inquiétudes de Pierre Mendès France sur la fuite des financements productifs, si la libre circulation des capitaux est instituée nous pouvons souligner que la France en bénéficiera. La France est un berceau de l'innovation et les *start up* françaises ont besoin de financement. Ces financements, les investisseurs de marchés sont plus à même de lui octroyer. Enfin, dans le contexte actuel, il apparaît nécessaire d'aider les marchés de capitaux à s'ouvrir aux entreprises et une impulsion européenne sera dans tous les cas bénéfique pour les français et l'émulsion intellectuelle de la création d'entreprise.

Bibliographie :

Sources primaires :

Article L. 214-167 et suivants du code monétaire et financier (Titrisation).

Commission européenne (2015), Livre vert, « Construire l'union des marchés de capitaux », février 2015.

Décret n°2013-717 du gouvernement de Jean-Marc Ayrault, août 2013 (réforme des assurances).

Directive 2014/65/UE concernant les marchés d'instrument financier (MIFID 2).

Ministère des finances et des comptes publics, Ministère de l'économie, du redressement productif et du numérique (2014), Charte Euro PP (placements privés), Bercy le 30 avril 2014.

Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil relatif aux fonds européens d'investissement à long terme.

Rapport financier annuel, ERAMET, 2014.

Rapports Giovannini, 2001 et 2003 (freins à un marché unifié et unique du post-marché en Union Européenne).

Rapport du groupe de travail du Cnis (2015), L'accès aux données bancaires et financières : une mission de service public », Conseil national de l'information statistique, juillet 2015.

Rapport de Villeroy De Galhau R. (2015), Le financement et l'investissement en France et en Europe.

Sources secondaires :

Agefi Luxembourg (2014), MIFID II : prêt pour repenser le métier de banquier ?, Mars 2014.

Allen F., Beck T. et Carletti E. (2013), Banques en Europe : conséquences des récentes réformes réglementaires. », *Revue d'économie financière* 4/2013 (N° 112), p. 21-36.

Artus P. (2013), Financement des entreprises par les marchés aux États-Unis, financement des entreprises par les banques dans la zone euro : que nous a appris la crise ?, *Revue d'économie financière*, 2013/3 (N° 111), p.189-198.

Artus P. (2011), Le modèle américain de financement des entreprises est-il supérieur ou inférieur au modèle européen, Flash économie, Natixis, septembre 2011, N° 707.

Asdrubali, Song, Robinson (1996), Channels of interstate risk sharing: United States (1963-1990), *The Quarterly Journal of Economics*, novembre 1996.

Barut M-L., Rouillé N. et Sanchez M. (2015), L'impact du nouveau paradigme réglementaire sur le rôle des banques dans le financement de l'économie, *Revue de la stabilité financière*, n° 19, avril 2015.

Caudoux A. et Geffroy J. (2015), Quels financements pour soutenir la croissance des petites et moyennes entreprises et des entreprises de taille intermédiaire et préparer la compétitivité de demain ?, *Revue de la stabilité financière*, n° 19, avril 2015.

Cœuré B. (2015), Achever l'intégration du marché des capitaux, *Revue de la stabilité financière*, n° 19, avril 2015.

Goldman Sachs (2015), *European Economics Analyst*, février 2015, N° 15/7.

Goldstein M. et Véron N. (2011), Too Big to Fail: The Transatlantic Debate, *Working Paper Series Peterson Institute*, WP 11-2, January 2011, N° 11-2.

Gollier C. (2015), Epargne de long terme : le cas de l'assurance-vie en France, Noyer C. (2015), L'après-crise et le financement de l'économie : enjeux et défis pour la stabilité financière, *Revue de la stabilité financière*, n° 19, avril 2015.

Jacquet P. et Pollin J-P (2012), Systèmes financiers et croissance, *Revue d'économie financière*, 2012/2 (N° 106) p. 77-110.

Kessler D. (2015), Le financement à long terme dans le nouveau contexte réglementaire, Noyer C. (2015), L'après-crise et le financement de l'économie : enjeux et défis pour la stabilité financière, *Revue de la stabilité financière*, n° 19, avril 2015.

Novick B. (2015), Le rôle des investisseurs dans la promotion d'une croissance durable à long terme, *Revue de la stabilité financière*, n° 19, avril 2015.

Noyer C. (2015), L'après-crise et le financement de l'économie : enjeux et défis pour la stabilité financière, *Revue de la stabilité financière*, n° 19, avril 2015.

Pagano M. (1993), Financial Markets and Growth: An Overview, *European Economic Review* 37, pp. 613-622.

Pébureau M. (2015), Impact de la réglementation financière sur le financement à long terme de l'économie par les banques, Noyer C. (2015), L'après-crise et le financement de l'économie : enjeux et défis pour la stabilité financière, *Revue de la stabilité financière*, n° 19, avril 2015.

Perrier Y. (2015), Réallouer l'épargne à l'investissement – Le nouveau rôle des gestionnaires d'actifs, Noyer C. (2015), L'après-crise et le financement de l'économie : enjeux et défis pour la stabilité financière, *Revue de la stabilité financière*, n° 19, avril 2015.

Pollin J-P., Gaffard J-L (2014), L'Union bancaire européenne, *L'économie française 2015*, Paris, La Découverte, «Repères», 2014, 128 pages.

Segoviano M., Jones B., Lindner P. et Blankenheim J. (2015), La relance de la titrisation, *Revue de la stabilité financière*, n° 19, avril 2015.

Sitographie :

- ✓ Études de la réglementation européennes et de ses infrastructures.

<https://www.banque-france.fr/accueil.html>

<https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>

https://www.kpmg.com/FR/fr/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/Bale_III_impacts_a_anticiper_mars2011.pdf

- ✓ Étude de l'évolution des dépôts interbancaires transfrontaliers.

<http://www.latribune.fr/actualites/economie/union-europeenne/20140310trib000819086/les-prets-interbancaires-ont-chute-de-31-en-zone-euro.html>

- ✓ Étude de la chaîne post-marché financier plus particulièrement pour appréhender les systèmes de règlement-livraison.

http://www.fimarkets.com/pages/paiement_reglement_livraison.php

- ✓ Étude du crowdfunding.

<http://financeparticipative.org/>

http://www.experts-comptables.fr/sites/default/files/asset/document/sondage_think_-_sde_paris_2015_v4.pdf

Annexe :

Liste non-exhaustive d'autorités publiques et régulateurs d'activités de marché.

Titrisation	Marchés de capitaux	Fonds d'investissement
ABE	AEMF	CE
CE	AMF	AEMF
BCE	BaFIN	AMF
AEMF	UK FCA	FCA
AEAPP	ASIC	BaFIN
Banque d'Angleterre	CFTC	ASIC
Banque de France	SEC	CFTC
Bundesbank	FINRA	SEC
Autres banques centrales de l'UE	IIROC	OCC
FDIC	TSX	Département du travail des États-Unis
Système fédéral de réserve des États-Unis	OSFI	Autorités de régulation des États américains
FHFA	Autres autorités de régulation nationales et des provinces	Autres autorités de régulation nationales et des provinces
HUD		
OCC		
SEC		
Département du Trésor des États-Unis		
Ministère des Finances (Canada)		
Banque du Canada		
OSFI		
Autres autorités de régulation nationales et des provinces		

Note : À titre d'illustration. Liste non exhaustive.

Définition des acronymes : ABE = Autorité bancaire européenne, AEAPP = Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles, AEMF = Autorité européenne des marchés financiers, AMF = Autorité des Marchés Financiers, ASIC = Australian Securities and Investments Commission, BaFIN = Autorité fédérale allemande de surveillance financière, BCE = Banque centrale européenne, CE = Commission européenne, CFTC = Commodities Futures Trading Commission, FCA = Autorité de conduite financière britannique (Financial Conduct Authority), FDIC = Commission fédérale d'assurance des dépôts bancaires (Federal Deposit Insurance Corporation), FHFA = Agence fédérale du financement du logement (Federal Housing Finance Agency), FINRA = Autorité de régulation du secteur financier (Financial Industry Regulatory Authority), HUD = Département du logement et du développement urbain des États-Unis (US Department of Housing and Urban Development), IIROC = Organisme de réglementation du commerce des valeurs mobilières (Canada), OCC = Bureau du contrôleur de la monnaie (Office of the Comptroller of the Currency), OSFI = Bureau du surintendant des institutions financières (Canada), SEC = Securities and Exchange Commission, TSX = Bourse de Toronto.

Source : Novick B. (2015), Le rôle des investisseurs dans la promotion d'une croissance durable à long terme, *Revue de la stabilité financière*, n° 19, avril 2015.