



Développer l'Union des marchés de capitaux pour mobiliser l'épargne et stimuler l'investissement en Europe

Le recul de l'investissement en Union européenne (UE) depuis la crise de 2008 s'explique en partie par une baisse marquée de l'investissement des entreprises dans le sud et l'est de l'Europe, que la crise de la Covid-19 pourrait encore accentuer. D'après des données d'enquêtes récentes, les entreprises de ces pays, et en particulier les plus petites, rencontrent toujours des difficultés pour se financer. De plus, les entreprises de la zone euro manquent de financements nets en fonds propres depuis quelques années. Ces difficultés se sont accrues lors de la crise sanitaire, ce qui a conduit à la mise en place de mesures de soutien au crédit. En réponse à ces contraintes de financement, le projet d'Union des marchés de capitaux (UMC) vise à mieux mobiliser l'épargne européenne, en hausse depuis 2007, et à favoriser les investissements transfrontaliers.

Jean-Baptiste GOSSÉ, Émilie HERMET, Anass MOURJANE et Mathilde DUFOULEUR
Direction des Politiques européennes et multilatérales
Service des Relations européennes

Codes JEL
E21, E22,
F36, G15

Mathilde Dufouleur était stagiaire au moment de la rédaction de cet article.

+ 1,3 point de PIB

l'augmentation moyenne de l'épargne privée dans l'Union européenne sur la décennie 2009-2018 par rapport à la décennie 1999-2008

- 1,6 point de PIB

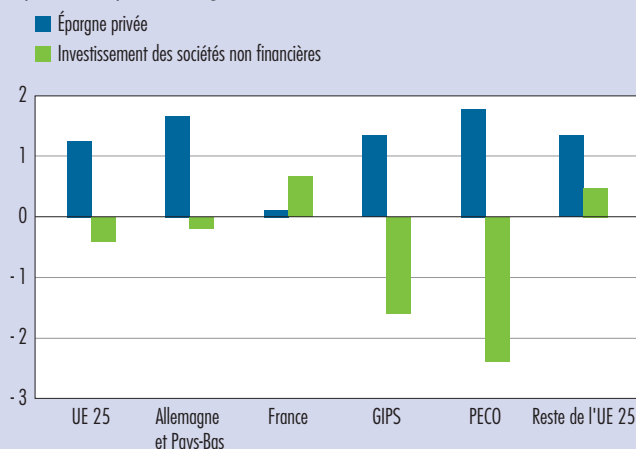
le recul de l'investissement des sociétés non financières dans le groupe de pays « GIPS » (Grèce, Italie, Portugal et Espagne) sur la décennie 2009-2018 par rapport à la décennie 1999-2008

- 2,4 points de PIB

la baisse de l'investissement des sociétés non financières dans les pays d'Europe centrale et orientale (PECO) sur la décennie 2009-2018 par rapport à 1999-2008

Variation de l'épargne privée et de l'investissement des sociétés non financières, entre les périodes 1999-2008 et 2009-2018

(en points de pourcentage de PIB)



Note : Les chiffres « UE 25 » concernent les pays de l'Union européenne post Brexit, hors Croatie et Malte du fait de l'absence partielle de données.

Sources : Eurostat, calculs des auteurs.



1 Un recul de l'investissement dans les pays du sud et de l'est de l'Europe malgré une épargne grandissante en UE

Un recul marqué de l'investissement depuis 2009

Au cours de la décennie qui a suivi la crise financière mondiale de 2008, l'investissement a reculé, en moyenne, de 1,9 point de PIB dans l'UE par rapport au niveau moyen observé sur la décennie 1999-2008 (cf. graphique 1). Cette baisse doit être doublement nuancée car elle résulte principalement d'un recul de l'investissement des ménages et de situations très contrastées au sein de l'UE. Le niveau d'investissement a ainsi peu varié en France, en Allemagne et aux Pays-Bas. En revanche, on observe une forte baisse dans le groupe des pays d'Europe du Sud dénommés GIPS (Grèce, Italie, Portugal et Espagne) et dans les pays d'Europe centrale et orientale (PECO). Ce phénomène s'explique en grande partie par le recul de l'investissement des sociétés non

financières (SNF), en baisse respectivement d'environ 1,6 et 2,4 points de PIB, dans ces deux groupes de pays, sur la période 2009-2018 par rapport au niveau moyen observé sur la période 1999-2008.

Le constat d'un déficit d'investissement en Europe n'est pas nouveau : plusieurs appels visant à renforcer l'investissement ont déjà été lancés au cours de la dernière décennie (Enderlein et Pisani-Ferry, 2014). Le plan Juncker, mis en œuvre par la Commission européenne en 2015 et prolongé jusqu'en 2020 à travers le programme InvestEU, a représenté une première initiative permettant de soutenir l'investissement privé en Europe.

Une forte hausse de l'épargne privée

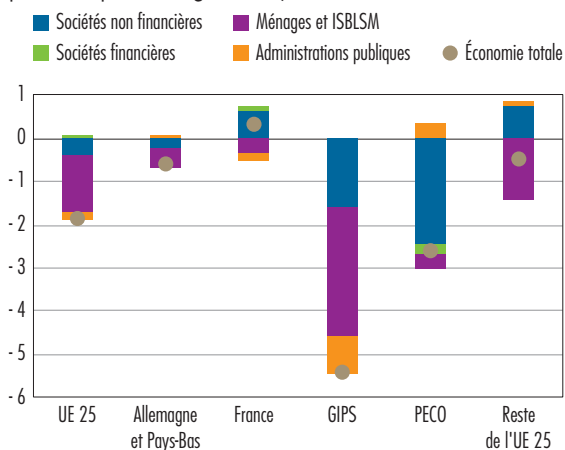
Sur cette même période, l'épargne a évolué en sens inverse de l'investissement au sein de l'UE. La baisse marquée de l'investissement privé dans les PECO et les pays du sud de l'Europe s'est en effet accompagnée d'un recul de l'investissement public depuis 2008 et d'une hausse de l'épargne privée (cf. graphique 2 *infra*). Dans le même temps, l'épargne privée en Allemagne et aux Pays-Bas se fixait aux alentours de 25% de PIB et l'épargne publique croissait dans l'ensemble des pays.

La hausse de l'excédent courant de l'UE (cf. graphique 3 *infra*) reflète cette hausse de l'épargne conjuguée à une baisse de l'investissement dans les PECO et les GIPS depuis la crise de 2008. En effet, le besoin de financement de ces pays est très inférieur à l'excédent d'épargne de l'Allemagne et des Pays-Bas, du fait notamment de la chute de leurs investissements. Au final, les PECO et les GIPS sont même devenus globalement excédentaires.

Zone économiquement développée et vieillissante sur le plan démographique, l'UE présente plusieurs caractéristiques structurelles pouvant expliquer un excédent courant durable. En zone euro, l'union monétaire associée aux règles budgétaires et à l'absence d'union budgétaire a pu aussi contribuer à cet excédent. Toutefois, cette situation interpelle au vu du faible niveau d'investissement privé observé *supra*, notamment dans des pays en rattrapage où la dynamique de convergence devrait soutenir l'investissement.

G1 Variation de la formation brute de capital fixe, entre les périodes 1999-2008 et 2009-2018, par secteur

(en points de pourcentage du PIB)



Notes : Les chiffres UE 25 concernent les pays de l'Union européenne post Brexit, hors Croatie et Malte du fait de l'absence partielle de données.

Les GIPS sont la Grèce, l'Italie, le Portugal et l'Espagne.

Les PECO (pays d'Europe centrale et orientale) sont la Bulgarie, la Croatie (exclue ici, faute de données), l'Estonie, la Lettonie, la Lituanie, la Hongrie, la Pologne, la République tchèque, la Roumanie, la Slovaquie et la Slovaquie.

Reste de l'UE 25 : Autriche, Belgique, Chypre, Danemark, Finlande, Irlande, Luxembourg et Suède.

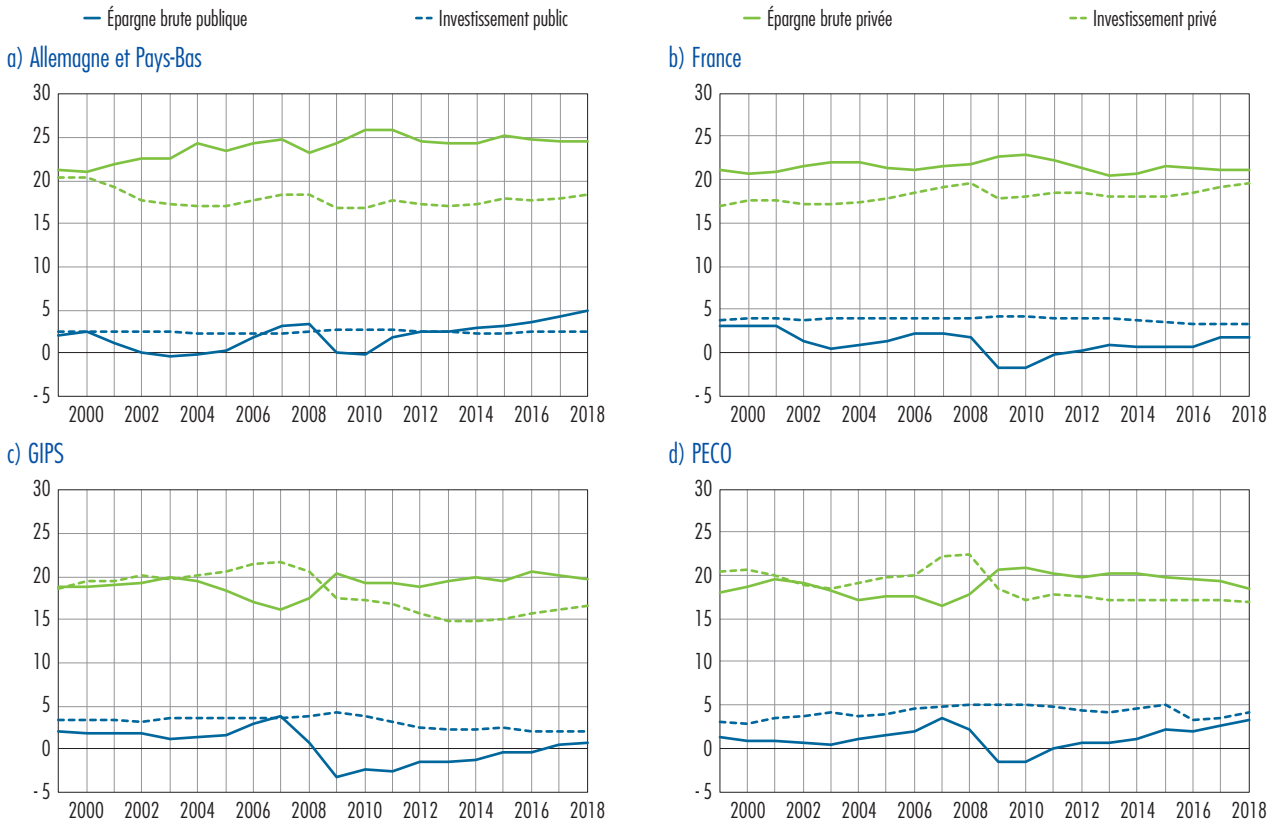
Les ISBLM sont les institutions sans but lucratif au service des ménages.

Sources : Eurostat, calculs des auteurs.



G2 Évolution de l'investissement et de l'épargne (1999-2018)

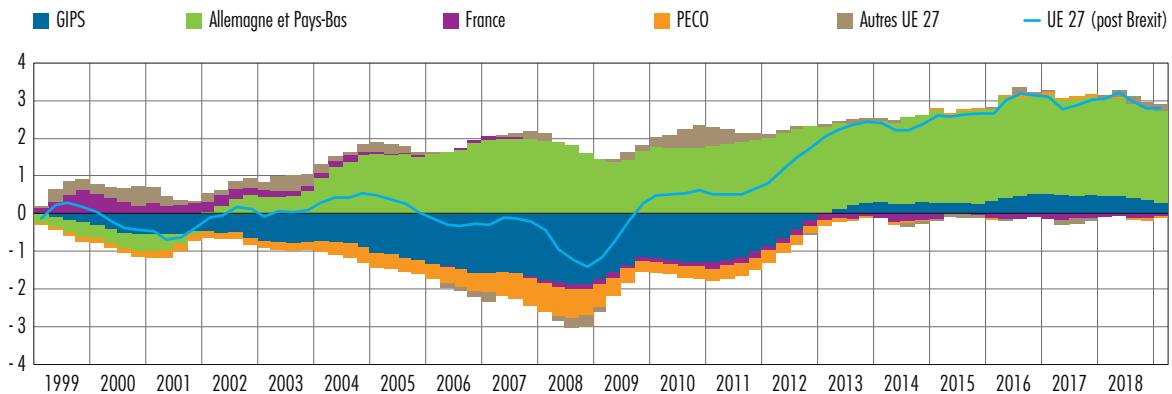
(en % du PIB)



Notes : Les GIPS sont la Grèce, l'Italie, le Portugal et l'Espagne. Les PECO (pays d'Europe centrale et orientale) sont la Bulgarie, la Croatie, l'Estonie, la Lettonie, la Lituanie, la Hongrie, la Pologne, la République tchèque, la Roumanie, la Slovénie et la Slovaquie. Source : Ameco.

G3 Évolution de la balance courante de l'Union européenne

(en % du PIB de l'Union européenne à 27 ; données trimestrielles)



Notes : Les GIPS sont la Grèce, l'Italie, le Portugal et l'Espagne. Les PECO (pays d'Europe centrale et orientale) sont la Bulgarie, la Croatie, l'Estonie, la Lettonie, la Lituanie, la Hongrie, la Pologne, la République tchèque, la Roumanie, la Slovénie et la Slovaquie. Source : BCE.



Dans le contexte de la crise de la Covid-19, ce déséquilibre entre épargne et investissement pourrait même s'accroître : les prévisions de printemps 2020 de la Commission européenne font apparaître un recul de l'investissement privé de 831 milliards d'euros en 2020-2021 par rapport aux prévisions de l'automne 2019. Parallèlement, la crise a entraîné la constitution, par les ménages, d'une vaste épargne forcée, du fait du recul de la consommation pendant la période de confinement.

De grands défis européens à financer

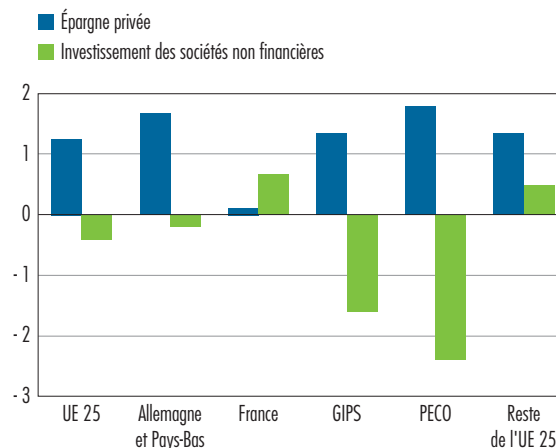
L'économie européenne doit pourtant relever plusieurs grands défis compte tenu notamment d'investissements encore insuffisants en matière d'innovation et de transition écologique.

Afin de promouvoir le potentiel d'innovation de l'UE, le programme Horizon 2020 a fixé comme objectif d'atteindre l'équivalent de 3% de son PIB en dépenses de recherche et développement (R&D) en 2020 (Commission européenne, 2011). Toutefois, cette part s'est limitée à 2,2% du PIB en 2018, affichant un écart persistant vis-à-vis de la moyenne de l'Organisation de coopération et de développement économique – OCDE (2,4%) et des États-Unis (2,8%). Par ailleurs, alors que les investissements innovants, par nature plus risqués, relèvent traditionnellement davantage du financement par fonds propres, ces derniers ne représentaient mi-2018 que 76% du PIB en France et 77% dans la zone euro, contre 124% aux États-Unis (Garnier et Gossé, 2019).

L'UE connaît également un déficit d'investissements verts par rapport à ses objectifs en matière de transition écologique. La Commission européenne¹ estime ainsi que 260 milliards d'euros d'investissements supplémentaires seront nécessaires chaque année pour atteindre les objectifs de l'UE en matière d'énergie et de climat en 2030, soit l'équivalent de 1,5% du PIB de l'UE chaque année.

G4 Variation de l'épargne privée et de l'investissement des sociétés non financières, entre les périodes 1999-2008 et 2009-2018

(en points de pourcentage du PIB)



Notes : Les chiffres UE 25 concernent les pays de l'Union européenne post Brexit, hors Croatie et Malte du fait de l'absence partielle de données.

Les GIPS sont la Grèce, l'Italie, le Portugal et l'Espagne.

Les PECO (pays d'Europe centrale et orientale) sont la Bulgarie, la Croatie (exclue ici, faute de données), l'Estonie, la Lettonie, la Lituanie, la Hongrie, la Pologne, la République tchèque, la Roumanie, la Slovénie et la Slovaquie.

Reste de l'UE 25 : Autriche, Belgique, Chypre, Danemark, Finlande, Irlande, Luxembourg et Suède.

Sources : Eurostat, calculs des auteurs.

Dans ce contexte, la relance de l'investissement, et plus particulièrement de celui des SNF, revêt une importance critique. Pour ce faire, l'épargne privée pourrait être mieux orientée, par exemple vers des produits à longue maturité visant à mieux financer les besoins en investissement productif de l'UE (cf. graphique 4²). Le projet d'Union des marchés de capitaux vise à répondre à ce double défi.

2 La contrainte de financement : un frein à l'investissement des entreprises

Parmi les facteurs susceptibles de restreindre l'investissement des entreprises, la contrainte de financement semble s'être globalement estompée au cours des dernières années, même si le choc lié à la crise de la

¹ Communication COM (2019)/640 « The European Green Deal » du 11 décembre 2019 de la Commission européenne, p. 15 (estimations tirées de la communication COM(2019)/285 et du scénario EUCO3232.5).

² Mode de calcul : dans un premier temps, les taux moyens d'épargne privée et d'investissement des SNF sur les périodes 1999-2008 et 2009-2018 sont calculés en pourcentage de PIB. Puis, les variations sont obtenues par la différence entre les taux de chacune des périodes, une valeur positive (négative) impliquant une augmentation (baisse) de ce taux sur 2009-2018 par rapport à 1999-2008.



Mesurer la contrainte de financement des entreprises européennes

Afin de mesurer la contrainte de financement des entreprises en Europe, cet article s'appuie sur deux enquêtes déclaratives.

L'*European Investment Bank Investment Survey* (EIBIS) de la Banque européenne d'investissement (BEI) est conduite chaque année depuis 2016 auprès de plus de 13 000 entreprises de toutes tailles (micro-entreprises, petites et moyennes entreprises – PME – et grandes entreprises) de l'Union européenne des vingt-sept (UE 27), du Royaume-Uni et, depuis 2019, des États-Unis. L'enquête permet notamment de mesurer les obstacles considérés comme majeurs ou mineurs aux décisions d'investissement de long terme, parmi lesquels la disponibilité des financements (cf. tableau 1). Les données ne font pas apparaître les entreprises qui n'ont pas su répondre ou ont refusé de le faire.

L'enquête SAFE (*Survey on the access to finance of enterprises*) de la Banque centrale européenne (BCE) est conduite deux fois par an, principalement auprès des PME. L'enquête permet une analyse plus fine de la contrainte de financement. Afin d'évaluer de manière plus spécifique les besoins de financement par type d'instrument (cf. graphique 7), les réponses à la question 5 du questionnaire SAFE sont analysées (« *For each of the following types of external financing, please indicate if your needs increased, remained unchanged or decreased over the past six months* »).

Covid-19 devrait stopper cette tendance. Au-delà de ce choc, toutefois, la contrainte de financement demeure un obstacle à l'investissement pour certains types d'entreprises et plus particulièrement dans le sud et l'est de l'UE, alors que dans le même temps l'ensemble des entreprises européennes manquent de fonds propres.

Une contrainte significative mais globalement en baisse jusqu'à la crise de la Covid-19

La contrainte de financement se déduit de la perception par les entreprises d'un obstacle à l'investissement lié à l'accès au financement, ou bien des résultats des demandes de prêt, qu'elles aboutissent à un rejet, à un montant limité, ou à un coût du crédit trop élevé.

Avant la crise de la Covid-19, les études sur le coût de financement en Europe mettaient en évidence une baisse globale du coût de financement par la dette des SNF (cf. graphique 5). La part des firmes de l'UE déclarant que l'accès au financement constitue un obstacle aux investissements de long terme était également en léger recul depuis 2015, en particulier la part de celles déclarant qu'il s'agissait d'un obstacle majeur. Ce niveau restait néanmoins sensiblement plus élevé dans l'UE

(43 % des entreprises) qu'aux États-Unis (33 % des entreprises)

En tout état de cause, les difficultés d'accès aux financements ne peuvent qu'avoir été accentuées par la crise liée à la pandémie de Covid-19, ce qui a justifié la mise en place de mesures de soutien au crédit par la Banque centrale européenne (BCE) comme par les États membres. La contrainte de financement s'est par exemple renforcée

G5 Évolution du coût moyen d'emprunt des sociétés non financières de la zone euro (prêts)

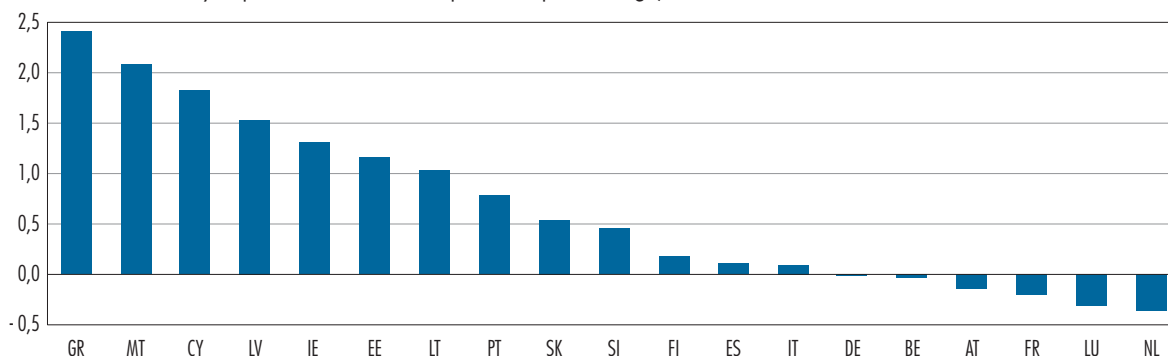


Source : BCE.



G6 Coût moyen de financement des crédits des sociétés non financières (juillet 2017-juin 2020)

(différence avec le coût moyen pour la zone euro, en points de pourcentage)



GR Grèce; MT Malte; CY Chypre; LV Lettonie; IE Irlande; EE Estonie; LT Lituanie; PT Portugal; SK Slovaquie; SI Slovénie; FI Finlande; ES Espagne; IT Italie; DE Allemagne; BE Belgique; AT Autriche; FR France; LU Luxembourg; NL Pays-Bas.

Sources : BCE, calculs des auteurs.

pour les PME de la zone euro entre octobre 2019 et mars 2020. La demande de financement externe des PME en zone euro a ainsi augmenté plus vite que la disponibilité des fonds, pour la première fois depuis mars 2015³.

Une contrainte de financement qui persiste davantage dans certains pays et pour certaines catégories d'entreprises

Les coûts de financement des entreprises restent très hétérogènes au sein de la zone euro (cf. graphique 6), ce qui entraîne la hausse du seuil de rentabilité des investissements dans certains pays du sud et de l'est de l'Europe.

Les entreprises des pays du Sud, particulièrement marquées par une baisse de l'investissement depuis la crise, et celles des PECO, pays pour la plupart issus de l'élargissement de l'UE de 2004, perçoivent ainsi davantage d'obstacles à l'investissement liés à la disponibilité de financement (cf. tableau 1 *infra*). Pourtant, une analyse contrefactuelle de Ferrando et Ruggieri (2018)

montre que les pays du sud de l'Europe seraient susceptibles de réaliser des gains de productivité entre 19% et 22% s'ils bénéficiaient d'un accès complet au financement⁴.

Par ailleurs, cette contrainte de financement fluctue également selon la taille des entreprises. Comme déjà mis en évidence par de nombreuses études (Artola et Genre, 2011; Siedschlag *et al.*, 2014), plus l'entreprise est petite, plus elle est susceptible de rencontrer une contrainte de financement, ce que confirment les résultats de l'enquête de la BEI (cf. tableau 1 *infra*).

L'accès au financement externe constituerait donc bien une contrainte importante pour l'investissement des entreprises, principalement les petites entreprises et plus particulièrement dans le sud et l'est de l'Europe. L'Union bancaire et le renforcement de l'UMC seraient alors susceptibles de réduire la contrainte pour ces pays en la ramenant au niveau observé dans le reste de l'UE, de manière à rehausser l'investissement des SNF de ces pays vers les niveaux observés avant 2008, voire vers les plus hauts niveaux observés en UE.

3 Cf. Enquête SAFE de la BCE, 8 mai 2020, partie 3. Un déficit de financement (« *financing gap* ») négatif signifie que l'augmentation de besoin de financements externes est plus faible que l'amélioration de la disponibilité des fonds. Ce déficit de financement est devenu positif, à 2% entre octobre 2019 et mars 2020 pour les PME en zone euro, contre -4% lors du sondage SAFE de septembre-octobre 2019.

4 Selon les résultats de cette étude, il existe un lien négatif entre productivité du travail et contrainte financière dans un échantillon de pays de la zone euro sur la période 1995-2011. Cet effet est particulièrement marqué pour les petites et jeunes entreprises. La perte de productivité liée à la contrainte de financement serait particulièrement élevée pour l'Italie, l'Espagne et le Portugal.



T1 Part des entreprises affectées par une contrainte de financement dans leur décision d'investissement de long terme

(en %)

	Toutes	Grandes	Petites et moyennes (PME)	Moyennes	Petites entreprises et micro-entreprises
GIPS	60	53	64	61	64
PECO	51	49	53	52	54
France	43	44	42	33	47
Allemagne et Pays-Bas	35	36	35	36	33
Autres UE 27	36	27	38	36	38
UE 27	43	41	45	43	47

Champ : Entreprises ayant répondu positivement à l'existence d'obstacles au financement externe de l'investissement.

Notes : Les GIPS sont la Grèce, l'Italie, le Portugal et l'Espagne.

Les PECO (pays d'Europe centrale et orientale) sont la Bulgarie, la Croatie, l'Estonie, la Lettonie, la Lituanie, la Hongrie, la Pologne, la République tchèque, la Roumanie, la Slovénie et la Slovaquie.

Source : Banque européenne d'investissement (enquête EIBIS, 2019).

Une montée des besoins exprimés de financement en fonds propres

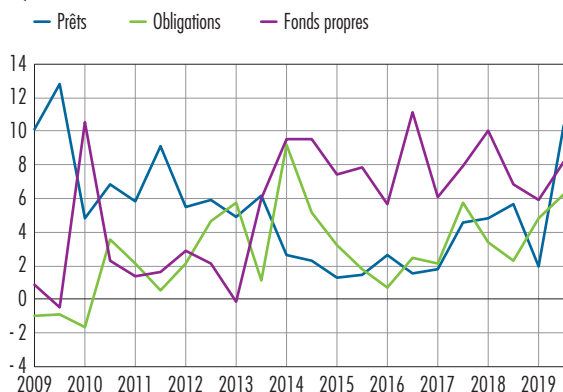
L'économie européenne reste principalement financée par les banques, modèle souvent opposé à un financement reposant davantage sur les marchés financiers, qui serait plutôt l'apanage des pays anglo-saxons. En 2017, le crédit bancaire représentait ainsi 80 % de l'endettement des SNF, contre seulement 30 %, par exemple, aux États-Unis (Villeroy de Galhau, 2018). Toutefois, l'analyse des enquêtes fait ressortir une évolution marquée des besoins prioritaires en fonds propres depuis dix ans (cf. graphique 7).

En 2009, au cœur de la récession provoquée par la crise bancaire de 2008 et de la restriction du crédit qui s'est ensuivie, le besoin net de prêts bancaires constituait la première préoccupation des entreprises européennes. Néanmoins, au cours de la décennie précédant la crise de la Covid-19, l'expression de ce besoin n'avait cessé de diminuer, alors qu'en parallèle les besoins de financement nets en fonds propres avaient augmenté de manière significative pour s'établir durablement devant les besoins de financement exprimés sous forme de prêts ou d'obligations.

Les résultats de la dernière enquête SAFE mettent en évidence une forte hausse des besoins de prêts qui pourrait s'expliquer par des besoins en liquidité de court terme des entreprises liés à la crise de la Covid-19. La demande de fonds propres se maintient toutefois à un niveau élevé et pourrait être renforcée du fait de la période de confinement, notamment si la crise de liquidité se mue en une crise de solvabilité.

G7 Besoin de financement net des entreprises de la zone euro

(en %)



Champ : Net des entreprises ayant vu leur besoin augmenter, entreprises aux besoins stables exceptées.

Source : BCE (enquête SAFE).

3 Mieux mobiliser l'épargne pour réduire la contrainte de financement

Dans ce contexte, le développement de marchés financiers mieux intégrés dans l'UE, via le projet d'Union des marchés de capitaux, représente un atout pour l'économie européenne en mobilisant l'épargne des ménages à des fins productives, tout en allégeant la contrainte de financement des entreprises et en facilitant les flux d'investissement transfrontaliers au sein de l'UE.



Mobiliser l'épargne des ménages

L'épargne privée de l'UE, principale source de financement au niveau domestique, a progressé de 1,7 point de PIB⁵ entre 2007 et 2019. Cependant, dans le même temps, la proportion des actifs financiers des ménages⁶ de l'UE détenus en actions, titres de dettes et parts de fonds d'investissement a fortement reculé (- 8 points dans le portefeuille des ménages) tandis que les parts des actifs en numéraires et assurances-vie ont fortement augmenté (+ 8 points).

Ainsi, les ménages européens privilégient les actifs les moins risqués (plus des deux tiers du portefeuille). À l'inverse, les ménages américains optent pour des actifs plus risqués : près de 50% de leur portefeuille est composé d'actions et de parts de fonds d'investissement, soit 20 points de plus qu'en Europe (cf. tableau 2).

De plus, les ménages de l'UE détiennent deux fois moins d'actifs qu'aux États-Unis, mesurés en parts de PIB (216%, contre 446% du PIB en 2019). Parmi ceux-ci, la part des actions et celle des fonds d'investissement est trois fois plus faible qu'aux États-Unis (respectivement 63% et 217% du PIB). Pourtant, les marchés financiers représentent une opportunité de placement pour l'épargne des ménages, certes plus risquée que les dépôts bancaires, mais mieux rémunérée.

Plusieurs pistes permettraient de mieux orienter l'épargne européenne vers les entreprises.

Les mesures visant à accroître l'éducation financière et la protection des consommateurs sont susceptibles d'améliorer la compréhension des mécanismes financiers et de faciliter les placements des ménages sur les marchés, comme le soulignent les rapports de la mission Next CMU High Level Group (2019) et du Forum de haut niveau sur l'UMC (2020). Arrondel (2017) montre par exemple que l'éducation financière augmente de manière significative la détention d'actions en France ainsi que la capacité à planifier ses finances.

L'information et la protection des consommateurs favorisent également une présence accrue des ménages sur les marchés financiers. Campbell *et al.* (2011) mettent ainsi en évidence que la protection des consommateurs limite les effets indésirables de distribution des richesses sur les marchés financiers entre les consommateurs dits « naïfs », n'étant pas capables d'optimiser leur situation financière, et les autres. Dans ce contexte, l'UMC pourrait être un facteur d'uniformisation de l'information sur les marchés financiers, renforçant ainsi la protection des consommateurs. La réforme du règlement européen PRIIPs (*Packaged Retail Investment and Insurance-based Products*) va par exemple en ce sens, en visant à améliorer la lisibilité et la comparabilité des informations des produits financiers (notamment sur les performances et les coûts) proposés aux investisseurs non institutionnels.

Enfin, des produits paneuropéens de placement pourraient être développés, sous la forme d'épargne retraite

T2 Composition du portefeuille financier des ménages et ISBLSM en 2019

(en %)

	Répartition		Part du PIB	
	Union européenne	États-Unis	Union européenne	États-Unis
Total des avoirs financiers	100	100	216	446
Monnaies et dépôts	32	12	69	53
Titres de créance	2	6	5	26
Actions	20	36	44	162
Parts de fonds d'investissement	9	12	19	55
Droits sur les provisions techniques d'assurance, sur les fonds de pension et sur les réserves de garanties standard	34	31	72	139
Crédits et autres	3	3	7	11

Note : Les ISBLSM sont les institutions sans but lucratif au service des ménages.

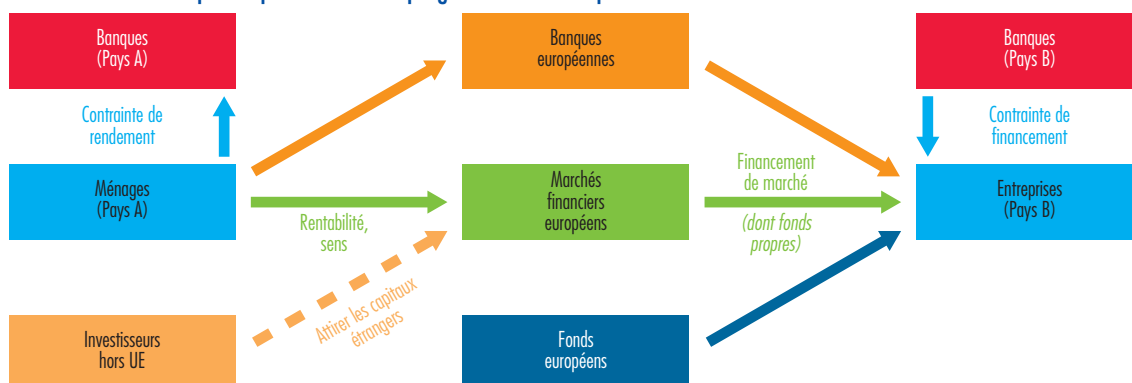
Sources : Eurostat, Réserve fédérale.

⁵ Hors Croatie, faute de données.

⁶ Ménages et institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLSM).



Une Union des marchés de capitaux pour orienter l'épargne vers les entreprises sous contrainte de financement



Source : Banque de France (schéma des auteurs).

(cf. règlement (UE) 2019/1238) ou d'épargne d'entreprise, tout en veillant à préserver un juste équilibre entre la prise de risque et l'encadrement prudentiel. Les produits financiers d'épargne destinés aux ménages pourraient également viser des objectifs attractifs et porteurs de sens pour eux, tels que le financement de l'innovation, de la transition écologique ou des PME. Pour les entreprises, l'accroissement de sources alternatives de financement via les marchés pourrait contribuer à lever les contraintes de financement bancaire (cf. schéma).

Alléger la contrainte de financement des entreprises

Réduire la complexité administrative pour accéder aux marchés financiers. Tout d'abord, le règlement européen⁷ sur les marchés de croissance pour les PME prévoit de réduire la complexité administrative et les coûts de conformité auxquels font face les PME pour émettre des titres sur les marchés financiers, tout en garantissant un haut niveau de protection des investisseurs. Par ailleurs, le déploiement de plateformes de notation des PME dans l'ensemble de l'UE devrait être encouragée, de même que l'accès à l'information sur les entreprises pourrait être facilité par l'accès des banques à un *legal entity identifier* (LEI) – permettant l'identification des entreprises d'un même groupe – ainsi qu'aux données d'AnaCredit⁸

– afin d'avoir une vision complète de la situation d'endettement d'une entreprise. Enfin, l'harmonisation des conditions de financement des entreprises au sein de l'UE pourrait être favorisée par le développement des fusions et acquisitions transfrontalières dans le secteur bancaire.

Réduire le biais en faveur du financement par la dette.

En effet, ce biais peut conduire les firmes à accepter de payer une prime substantielle pour un financement par la dette plutôt que par des fonds propres (Brutscher et Hols, 2018) et entraîner des effets de levier excessifs. Le projet d'assiette commune consolidée pour l'impôt sur les sociétés (ACCIS) propose de réformer la fiscalité pour remédier à ce biais⁹.

Faciliter les flux de capitaux intra-européens

Les divergences entre les régimes de faillites des États membres de l'UE pénalisent l'essor des flux de capitaux transfrontaliers. Certains pays peinent à assurer un recouvrement efficace des créances en cas de faillites (durée plus longue et taux de recouvrement plus faible, cf. graphique 8, *infra*). L'amélioration de l'efficacité du recouvrement de ces régimes pourrait faciliter les investissements transfrontaliers et le développement des marchés financiers¹⁰ (La Porta *et al.*, 1997).

⁷ Ce règlement (UE) 2019/2115 vise aussi à renforcer la liquidité des parts des PME listées publiquement pour rendre le marché plus attractif, ainsi qu'à simplifier l'enregistrement des facilités de trading multilatérales en tant que marchés de croissance des PME

⁸ Créée à l'initiative de la BCE, AnaCredit est une base de données détaillées sur les prêts bancaires de la zone euro. (<https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/anacredit.fr.html>)

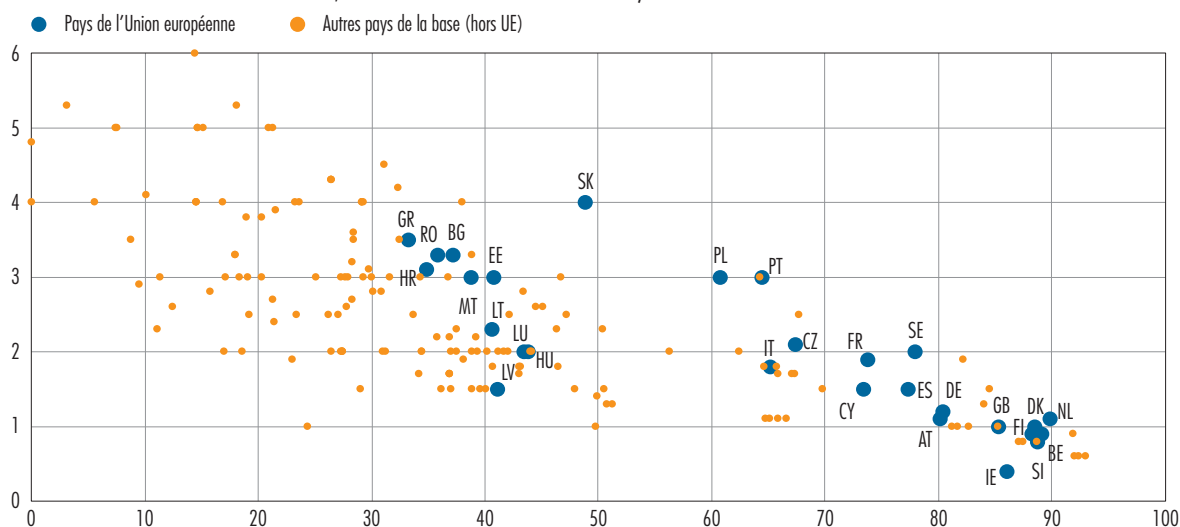
⁹ Cf. p. 48-54 de l'analyse d'impact accompagnant la proposition de directive du projet ACCIS (Commission européenne, 2016), qui estime que les différents scénarios de réforme fiscale envisagés par le projet de directive devraient mener à égaliser dans l'UE le coût du financement par fonds propres et celui de financement par la dette.

¹⁰ Le rapport du Forum de haut niveau sur l'UMC propose quant à lui une harmonisation minimale de certains éléments des régimes de faillite des SNF, tels que le rang des créances. La transposition dans les droits nationaux de la directive (UE) 2019/1023 « sur la restructuration et l'insolvabilité » devrait contribuer à cette harmonisation.



G8 Durée et taux de recouvrement des faillites de sociétés non financières (2018)

(en abscisse : taux de recouvrement en %; en ordonnée : durée en années)



AT Autriche; BE Belgique; BG Bulgarie; CY Chypre; CZ République tchèque; DE Allemagne; DK Danemark; EE Estonie; ES Espagne; FI Finlande; FR France; GB Royaume-Uni; GR Grèce; HR Croatie; HU Hongrie; IE Irlande; IT Italie; LT Lituanie; LU Luxembourg; LV Lettonie; MT Malte; NL Pays-Bas; PL Pologne; PT Portugal; RO Roumanie; SE Suède; SI Slovénie; SK Slovaquie

Source : Banque mondiale, rapport *Doing Business*.

Par ailleurs, un récent règlement européen (règlement (UE) 2019/1156) vise à faciliter la commercialisation transfrontalière des fonds d'investissement en proposant de mettre en place un point d'entrée unique rassemblant les réglementations nationales sur ces fonds.

La Commission européenne a également proposé une réglementation unique pour le financement participatif, qui vise à faciliter les levées de fonds via des plateformes dans les autres États membres ainsi qu'un règlement pour introduire un produit paneuropéen de pension qui devrait faciliter les flux transfrontaliers au sein de l'UE.

4 Développer le financement par fonds propres et les produits verts européens pour soutenir l'innovation et la transition écologique

Le financement par fonds propres est essentiel pour les investissements en R&D du fait des risques inhérents à l'innovation, qui se caractérisent souvent par un capital intangible non collatéralisable et une forte incertitude quant au résultat (Hall et Lerner, 2010). Les fonds de capital-risque jouent un rôle central dans le financement des firmes innovantes aux différentes étapes de leur

croissance (Parpaleix *et al.*, 2019) et il s'agit de la première source d'injection de fonds propres dans les petites entreprises (Raposo et Lehmann, 2019). Or, ces fonds sont peu développés en Europe comparativement aux États-Unis ou à la Corée. Le règlement européen de 2017 visant à favoriser le capital-risque à l'aide des fonds publics (EuVCA) constitue ainsi une avancée importante qui pourrait encourager le financement des dépenses en R&D par les fonds de capital-risque.

La transition écologique est un autre défi majeur pour l'UE. Le Pacte vert européen a été créé à l'initiative de la nouvelle Commission européenne pour répondre à cette préoccupation des citoyens européens.

Les produits financiers verts présentent en effet le double intérêt, pour les citoyens, de placer leur épargne dans des produits responsables et de répondre à un enjeu économique majeur pour l'UE. La mise en place d'une taxonomie pour définir ce que sont les activités écologiquement responsables constitue une étape préalable essentielle pour développer des produits, comme les obligations vertes souveraines, et permettre l'émergence de véritables produits verts européens qui ne soient pas suspectés de *greenwashing*¹¹. Par ailleurs,

¹¹ Le *greenwashing*, ou écoblanchiment, consiste à tenir un discours vertueux surestimant les actions réellement menées pour préserver l'environnement.



le développement de l'UMC et celui de produits verts européens pourraient permettre d'attirer des investisseurs étrangers soucieux d'investir dans une zone jouant un rôle précurseur et normatif en matière de transition écologique.

Projet lancé en 2015, l'UMC vise à faciliter l'accès des PME à l'épargne européenne à travers les marchés financiers et à favoriser les flux financiers transfrontaliers au sein de l'UE. Dans le contexte actuel de crise liée

à la pandémie de Covid-19, l'approfondissement de l'UMC est essentiel pour compléter les mesures de soutien à l'économie financées par les dépenses publiques, ces dernières risquant d'être contraintes en sortie de crise. L'UMC permettrait ainsi de mieux mobiliser l'épargne européenne en répondant à une demande de rendement et de sens. En parallèle, elle pourrait atténuer la contrainte de financement des entreprises et renforcer les investissements dans l'innovation et la transition écologique.

Bibliographie

Arrondel (L.) (2017)

« Éducation financière et comportements patrimoniaux : mauvaise éducation et zéro de conduite ? », *Revue d'économie financière*, vol. 2017/3, n° 127, p. 253-270.

Artola (C.) et Genre (V.) (2011)

« Euro area SMEs under financial constraints : belief or reality ? », *CESifo Working Paper Series*, n° 3650.

Brutscher (P.-B.) et Hols (C.) (2018)

« The corporate equity puzzle », *EIB Working Papers*, Banque européenne d'investissement, n° 2018/03, avril.

Campbell (J. Y.), Jackson (H. E.), Madrian (B. C.) et Tufano (P.) (2011)

« Consumer financial protection », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 25, n° 1, hiver, p. 91-114.

Commission européenne (2011)

Innovation Union Competitiveness Report, Directorate-General for Research and Innovation.

Enderlein (H.) et Pisani-Ferry (J.) (2014)

« Réformes, investissement et croissance : un agenda pour la France, l'Allemagne et l'Europe », Rapport remis le 27 novembre.

Ferrando (A.) et Ruggieri (A.) (2018)

« Financial constraints and productivity : evidence from euro area companies », *International Journal of Finance and Economics*, vol. 23, n° 3, juillet, p. 257-282.

Forum de haut niveau sur l'UMC (2020)

Final Report of the High Level Forum on the Capital Markets Union – A new vision for Europe's capital markets, juin.



Garnier (O.) et Gossé (J.-B.) (2019)

« L'allocation de l'épargne dans la zone euro en 2030 : vers un rééquilibrage ? », in *Année des professions financières* (dir. P.-H. Cassou) – *Quelle finance en 2030 ? 40 points de vue d'experts*, Centre des professions financières, RB édition, vol. 11.

Hall (B.) et Lerner (J.) (2010)

« The financing of R&D and innovation », in Hall (B.) et Rosenberg (N.), *Handbook of the Economics of Innovation*, Elsevier, vol. 1, p. 609-639.

La Porta (R.), Lopez-de-Silanes (F.), Shleifer (A.) et Vishny (R. W.) (1997)

« Legal determinants of external finance », *NBER Working Paper Series*, National Bureau of Economic Research, n° 5879, janvier.

Next CMU High-Level Group (2019)

Savings and Sustainable Investment Union – Report to Ministers and presented to the Finnish Presidency, octobre.

Parpaleix (L.-A.), Levillain (K.) et Segrestin (B.) (2019)

« Financing the next generations of innovation : new dimensions in the private equity model », *Journal of Innovation Economics & Management*, vol. 2019/2, n° 29, p. 7-41.

Raposo (I. G.) et Lehmann (A.) (2019)

« Equity finance and capital market integration in Europe », *Policy Contribution*, Bruegel, n° 3, janvier.

Siedschlag (I.), Kay (N.), O'Toole (C.), Murphy (G.) et O'Connell (B.) (2014)

Access to external financing and firm growth – Background study for the European Competitiveness Report, mai.

Villeroy de Galhau (F.) (2018)

« Entre "finance de l'ombre" et vision angélique du marché : pour un développement équilibré du financement non bancaire », *Revue de la stabilité financière*, Banque de France, n° 22, avril.

[Télécharger le document](#)

Éditeur

Banque de France

Directeur de la publication

Gilles Vaysset

Rédaction en chef

Corinne Dauchy

Secrétaires de rédaction

Jean-Luc Bontems

Alexandre Capony

Réalisation

Studio Création

Direction de la Communication

ISSN 1952-4382

Pour vous abonner aux publications de la Banque de France

<https://publications.banque-france.fr/>

Rubrique « Abonnement »

