

L'Union pour l'épargne et l'investissement : Un levier européen pour renforcer le financement des entreprises

Par Jean-Baptiste GOSSÉ, Camille JEHLE & Julio RAMOS-TALLADA
Banque de France

Face à un retard persistant d'innovation et de productivité par rapport aux États-Unis, l'Union européenne doit renforcer sa capacité à financer ses entreprises, en particulier dans les secteurs innovants et intensifs en capital. L'Union pour l'épargne et l'investissement (UEI), qui regroupe les projets d'union des marchés de capitaux et d'union bancaire, vise à bâtir un marché unique du financement plus profond et mieux intégré. En réduisant les hétérogénéités d'accès au crédit, en développant les marchés de titres et en stimulant le financement par fonds propres, l'UEI pourrait devenir un levier essentiel pour soutenir l'investissement, favoriser l'émergence de champions européens et renforcer la souveraineté économique du continent. Dans cet article, nous analysons l'état des lieux de l'intégration financière européenne, et identifions les priorités pour réussir ce chantier stratégique.

Introduction

L'Union européenne souffre d'un retard persistant en matière d'innovation et de productivité : l'investissement productif y demeure environ 1,5 point de PIB en deçà du niveau observé aux États-Unis (cf. Rapport Draghi, 2024). Ce constat illustre la difficulté à faire émerger des champions industriels et technologiques, dans un contexte mondial marqué par une intensification des rivalités économiques et géopolitiques. Pour relever ce défi et soutenir la croissance et la souveraineté économique de l'UE, l'Union pour l'épargne et l'investissement (UEI) constitue aujourd'hui l'un des principaux chantiers institutionnels européens. Rassemblant les projets d'union des marchés de capitaux et d'union bancaire, l'UEI vise à établir un véritable marché unique du financement, garantissant un accès aux ressources financières davantage intégré et moins coûteux pour les entreprises.

L'amélioration de l'accès au financement constitue un levier central pour renforcer le dynamisme économique européen. La proportion d'entreprises de l'UE citant un problème d'accès au financement comme obstacle à leurs projets d'investissement est restée relativement stable, autour de 45 % sur la période

récente¹. On observe un net recul de la proportion de celles qui l'identifient comme un obstacle majeur, de 25 % à 17 % – proportion étant encore quatre fois plus élevée qu'aux États-Unis (4 %). Toutefois, de grandes disparités demeurent au sein des États membres (voir la Figure 1). Les difficultés de financement sont particulièrement marquées dans les pays d'Europe centrale et orientale ainsi que dans plusieurs économies du Sud (Grèce, Italie, Portugal, Espagne, Chypre, Malte), bien que certaines exceptions existent. Cette hétérogénéité se traduit par des niveaux d'investissement inégaux au sein de l'Union.

Plus généralement, si l'intégration financière européenne a progressé depuis la création de la zone euro, elle demeure incomplète. L'harmonisation des conditions de crédit a, certes, favorisé une réduction des écarts de

¹ Cf. l'édition 2024 de l'enquête de la BEI sur l'investissement, rassemblant des données pour 13 000 entreprises dans l'Union européenne. Si la disponibilité du financement n'est pas le premier obstacle majeur identifié dans l'enquête, il s'agit de celui pour lequel le ratio entre UE et États-Unis est le plus élevé, devant le coût de l'énergie et l'incertitude à propos du futur (environ deux fois plus élevé en UE qu'aux États-Unis). À noter que le manque de main-d'œuvre qualifiée demeure le premier obstacle majeur à l'investissement dans les deux régions, https://www.eib.org/files/publications/20240238_econ_eibis_2024_eu_en.pdf

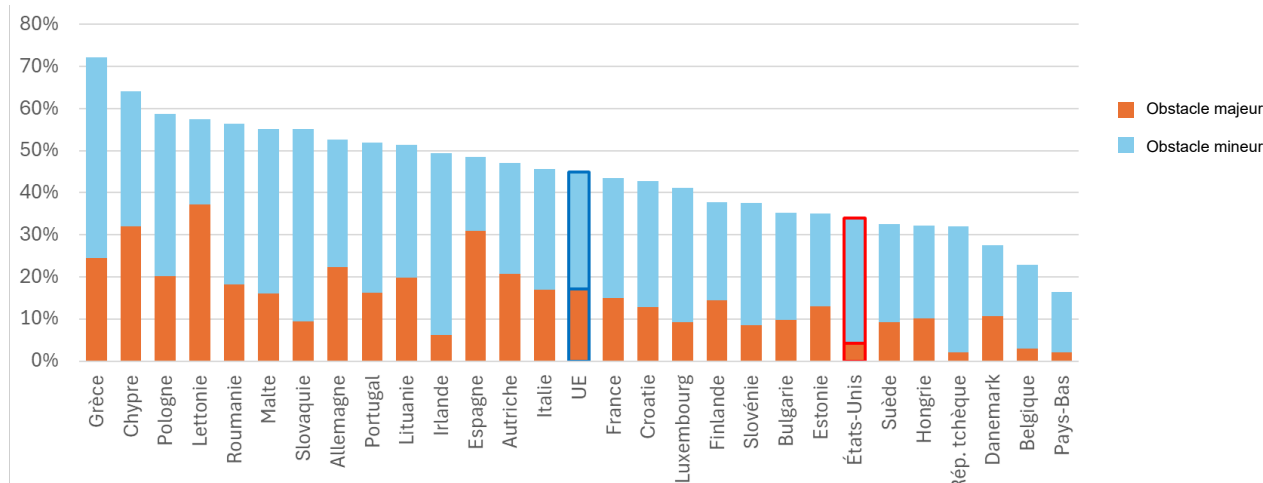


Figure 1 : Part des entreprises affectées par une contrainte de financement dans leur décision d'investissement de long terme, en 2024, en % (Source : EIBIS, 2024).

coûts pour les financements bancaires, mais le recours aux marchés des titres de créance et au financement par fonds propres reste très inférieur en Europe comparé aux États-Unis : le financement en fonds propres des sociétés non financières ne représente, en 2024, que 85 % du PIB en zone euro contre 220 % du PIB aux États-Unis, et le financement par titres de dette 14 % et 29 % du PIB, respectivement (Villeroy de Galhau, 2025). La profondeur limitée des marchés, leur fragmentation réglementaire, ainsi qu'une moindre culture du risque pèsent sur le financement de long terme, alors qu'il est particulièrement crucial pour les activités innovantes et les secteurs intensifs en capital intangible.

Dans ce papier, nous analysons les progrès et les limites de l'intégration financière européenne, ainsi que les leviers prioritaires pour renforcer l'accès au financement des entreprises. La première partie met en lumière l'évolution des conditions de financement en Europe et les divergences persistantes entre États membres et avec les États-Unis. La seconde partie explore les pistes permettant de consolider l'Union pour l'épargne et l'investissement de manière à faire de l'Europe un espace financier plus intégré et capable de soutenir l'innovation et la productivité.

Des conditions de financement toujours hétérogènes, malgré certains progrès récents

La baisse du coût du financement constitue un levier essentiel de l'investissement, en particulier dans les économies encore engagées dans le processus de convergence. En effet, une diminution des coûts de financement facilite l'atteinte du seuil de rentabilité des projets et stimule ainsi l'activité productive. Ces constats soulignent l'importance d'un développement accru et d'une meilleure intégration des marchés financiers en Europe, afin de renforcer la capacité d'investissement des entreprises et de soutenir la croissance. Cette partie analyse d'abord la relative convergence des coûts moyens de financement des crédits des sociétés non financières (SNF) au sein de la zone euro, avant de montrer que le recours des entreprises européennes au marché

des titres de créance reste nettement inférieur à celui observé aux États-Unis, et demeure très hétérogène en Europe. Enfin, elle mettra en évidence la nécessité de promouvoir davantage le financement par fonds propres pour favoriser l'innovation et la montée en gamme de l'économie européenne.

La convergence des coûts moyens de financement des crédits des SNF

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. La contrainte de financement s'était globalement réduite en Europe avant la pandémie, parallèlement à une baisse du coût moyen de financement des crédits aux SNF (voir Figure 2, p.14). Le resserrement monétaire, dans le sillage de la guerre en Ukraine et la crise énergétique, a inversé cette tendance en ravivant les tensions d'accès au financement – en particulier pour les PME. Après une courte période de hausse rapide en 2022 et 2023, le coût se réduit de nouveau, à la suite de l'intervention de la BCE et des États membres pour soutenir le crédit. Par ailleurs, la disparité des coûts de financement entre pays depuis 2015 décline nettement avec un écart-type divisé par deux (de 1 pp en 2015 à 0,5 pp en 2025).

Les conditions d'accès restent toutefois encore très hétérogènes : les entreprises des pays du Sud et d'Europe centrale et orientale continuent de faire face à des coûts de financement plus élevés (voir Figure 3, p.14). Ceci freine leur investissement et la convergence, alors que des estimations suggèrent qu'un meilleur accès au financement pourrait générer d'importants gains de productivité dans ces régions. L'analyse contrefactuelle de Ferrando et Ruggieri (2018) montre ainsi 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 libre au financement².

² Selon les résultats de cette étude, un lien négatif est observé entre la productivité du travail et les contraintes financières dans un échantillon de pays de la zone euro sur la période 1995-2011. La baisse de productivité associée aux difficultés de financement serait, notamment, plus forte en Italie, en Espagne et au Portugal.

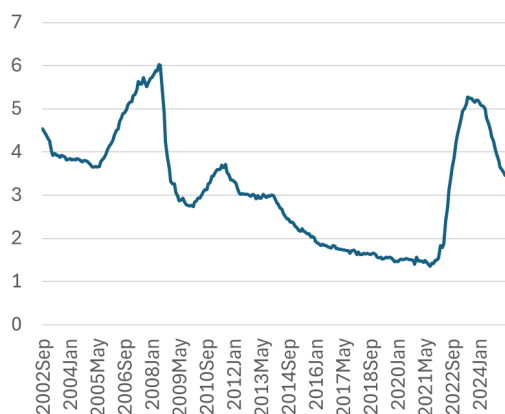


Figure 2 : Évolution du coût moyen de financement des crédits des SNF (Source : BCE).

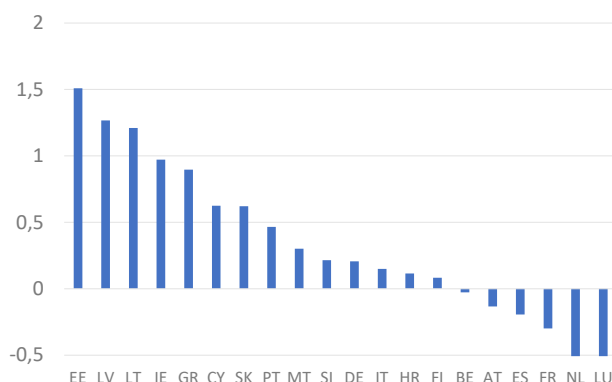


Figure 3 : Différence avec le coût moyen de financement des crédits des SNF en zone euro, en pp., de sept. 2022 à août 2025 (Source : BCE).

Un recours limité et hétérogène des entreprises européennes au marché des titres de créance

Un rééquilibrage des instruments de financement par dette, visant à accroître le rôle des marchés de titres de créance par rapport au crédit bancaire, peut améliorer l'efficacité dans l'allocation de l'épargne. D'une part, la profondeur des marchés de titres, la standardisation des produits et l'information publiquement disponible rendent moins coûteuses pour les entreprises la recherche de contreparties et la formation de contrats avec les agents à capacité de financement (Goodhart, 1989). D'autre part, les marchés des titres de créance apparaissent aussi efficaces que ceux des actions pour refléter dans les prix les informations sur les entreprises (Hotchkiss et Ronen, 2002). Les rendements de marché constituent ainsi un signal public sur la solvabilité des entreprises et sur leurs perspectives de succès, qui facilite le *matching* de leurs besoins de financement avec les préférences des investisseurs, notamment les compagnies d'assurance et les fonds de pension, très présents sur le marché des titres de créance (Bessembinder et Maxwell, 2008). Les entreprises bien capitalisées ont donc intérêt à avoir autant recours que possible au financement par émissions de titres de créance, généralement moins coûteux que les prêts bancaires (Holmstrom et Tirole, 1993).

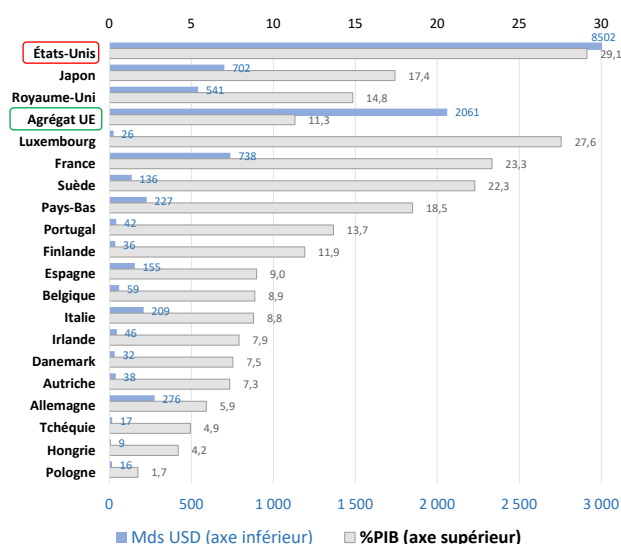


Figure 4 : Encours de titres de créance émis par les SNF (T4 2024) (Source : BIS (https://data.bis.org/topics/DSS/tables-and-dashboards/BIS_SEC_C1_1.0?time_period=2024-Q4) et WDI (<https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD>)).

Des données sur les taux de rendement à maturité (YTM) tirées de CBONDS³ montrent que le financement par émission de titres de créance pour l'ensemble du secteur privé (financier et non financier) n'est pas nécessairement plus cher en Europe (3,2 %) qu'aux États-Unis (3,3 %)⁴. Concernant la fragmentation des marchés au sein de l'UE, on constate tout de même une certaine disparité entre les YTM, qui tendent à être en moyenne plus faibles dans les pays d'Europe du Nord⁵ (2,9 %) comparés aux États membres de l'ancien bloc de l'Est (3,7 %)⁶. La forte progression du financement par émissions de titres de créance en UE depuis les années 2000 (cf. Darmouni et Papoutsis, 2022⁷) a accru le poids des titres de créance sur le total du financement par dette des SNF (titres de créance et crédits) de 6 à 10 % entre 2007 et 2024⁸. Le ratio reste cependant loin de celui des États-Unis, qui a progressé dans la même période de 25 à 28 %. La taille du marché des titres de créance pour les sociétés non financières (SNF) reste ainsi bien plus faible dans les pays de l'UE (~ 2 060 Mds USD au total et 11,3 % du PIB) qu'aux États-Unis (8 500 Mds USD et

³ <https://cbonds.fr/>

⁴ En moyenne, la BIS (2025) rapporte une baisse récente des primes de risque, qui a rapproché notamment les coûts obligataires des SNF notées *high yield* en Europe et aux États-Unis, https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2503a.htm

⁵ Allemagne, Pays-Bas, Suède, Danemark, Finlande.

⁶ Hongrie, Roumanie, Pologne, République Tchèque.

⁷ <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/264488/1/ecb.wp2663.pdf>

⁸ Les données du marché des titres de créance, tirées de la BIS Debt securities statistics (https://data.bis.org/topics/DSS/tables-and-dashboards/BIS_SEC_C1_1.0?time_period=2024-Q4), incluent les émissions domestiques et internationales des SNF. Pour la comparaison entre périodes, nous avons dû exclure quelques pays pour lesquels l'information n'est pas disponible pour 2007 (Irlande, Luxembourg, Roumanie, République Tchèque). Les données de crédit, tirées de la BIS Credit statistics (https://data.bis.org/topics/TOTAL_CREDIT/data), incluent toutes les formes de crédit aux SNF (bancaire et non bancaire), octroyé par des résidents et par des non-résidents (information pour la Roumanie non disponible).

29,1 % du PIB). La dispersion des encours entre pays européens est quant à elle assez marquée (cf. Figure 4 ci-contre). Ceci reflète, entre autres, une fragmentation importante des régimes fiscaux et réglementaires nationaux (cf. Deutsche Bank, 2024⁹). La France, dont le financement en titres de créance de l'industrie s'accroît depuis 2012 (cf. Georges et Allen, 2025), devance ainsi largement le reste des grandes économies de l'UE en termes d'encours et de ratio sur le PIB (et reste devant le Japon et le Royaume-Uni concernant l'encours en USD).

Un retard du financement par fonds propres préjudiciable à l'innovation

Le financement par fonds propres – impliquant généralement une prise de risque des investisseurs plus élevée que la détention de dette – est crucial pour les entreprises innovantes. En effet, l'innovation se caractérise souvent par un capital intangible non collatéralisable et une forte incertitude quant aux résultats – ce qui limite la capacité des acteurs traditionnels à fournir des financements « sûrs » (Hall et Lerner, 2010). Les marchés d'actions cotées partagent les bénéfices potentiels d'efficience allocative évoqués supra, avec une standardisation des actifs et une fréquence de *trading* plus élevée que celle des marchés des titres de créance (cf. ICM¹⁰A, 2024). Les sociétés de capital-investissement et de capital-risque exploitent, quant à elles, les avantages informationnels dérivés de la relation investisseur-entreprise et la diversification des risques, permettant de financer des investissements dont le rendement est assez incertain ou à long terme, comme dans les start-ups et les projets verts (cf. Brown *et al.*, 2017 ; Aghion *et al.*, 2022) ou, plus généralement, dans les projets innovants (Valiante, 2016).

Pour les entreprises cotées, la prime de risque des actions représente le rendement supplémentaire exigé par les investisseurs pour détenir une action plutôt qu'un actif sûr. L'écart entre l'UE et les États-Unis a eu tendance à se creuser depuis 2015, avec une prime de risque des actions passant d'environ 1 point de pourcentage entre 2000 et 2015 à plus de 2 points de pourcentage entre 2016 et 2024 (BEI, 2024). Les marchés des capitaux européens sont en effet moins profonds et plus fragmentés, ce qui contribue à les rendre plus coûteux et moins liquides que les marchés américains. Une moindre culture financière et une aversion globale plus forte pour le risque contribuent également au sous-développement des marchés boursiers de l'UE.

Cette situation touche en premier lieu les entreprises les plus innovantes : la proportion de start-ups américaines fondées en 2015 ayant réussi à lever plus de 15 M\$ est ainsi deux fois plus élevée qu'en Europe (8,3 % contre 4,1 %) (State of the European tech, 2024). Le faible développement du secteur du capital-risque, essentiel pour le financement des phases de croissance des

start-ups contribue à cette difficulté et conduit à l'émigration de certaines entreprises européennes. Sur la période 2013-2023, les fonds levés par le capital-risque européen ne représenteraient qu'un septième de ceux levés aux États-Unis, notamment à cause de la faible implication des investisseurs institutionnels sur ce marché (Arnold *et al.*, 2024). L'enquête SAFE (Survey on the Access to Finance of Enterprises) de la BCE met également en évidence, hors périodes de crises, un besoin net de financement par fonds propres supérieur (d'environ 8 pp. depuis 2015 en moyenne) à celui par prêts bancaires et par émissions obligataires (respectivement, environ 4 et 5 pp. depuis 2015) pour l'ensemble des entreprises de la zone euro (cf. Figure 5).

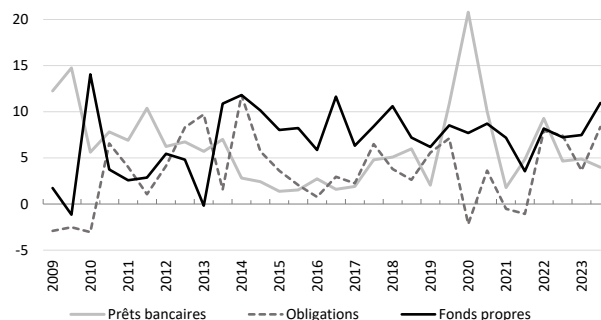


Figure 5 : Besoin de financement net des entreprises de la zone euro (Source : BCE, enquête SAFE).

Note : pour chaque type d'instrument, le graphique montre la différence entre le pourcentage d'entreprises déclarant un besoin de financement accru et celui déclarant une baisse de ce besoin lors de l'enquête trimestrielle SAFE.

Quelles pistes privilégier pour améliorer l'accès au financement des entreprises européennes ?

De premiers progrès observés dans les flux financiers intra-UE dans le sillage des plans d'action de la Commission européenne

Les deux premiers plans d'action de la Commission européenne pour une Union des marchés de capitaux (2015¹¹ et 2020¹²) ont permis des avancées : développement des fonds de capital-risque (EuVECA), amélioration de l'accès à l'information financière transfrontière (directive Prospectus, Point d'accès unique européen), soutien aux investissements de long terme dans l'économie réelle (ELTIF2), et renforcement du rôle des investisseurs institutionnels (révisions des directives CRD-CRR et Solvabilité II en cours de mise en œuvre).

Parallèlement, l'évolution de l'intégration financière au sein de l'Europe montre des signes encourageants. Certes, en termes de stock, la position nette d'investissement international de la zone euro reste positive

⁹ https://www.dbresearch.com/PROD/RPS_EN-PROD/PROD000000000536049/Corporate_Bond_markets_in_Europe_%E2%80%93_a_structural_pe.pdf

¹⁰ <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/CMU/ICMA-Report-Bond-markets-to-meet-EU-investment-challenges-March-2024-210324.pdf>

¹¹ https://finance.ec.europa.eu/publications/action-plan-building-capital-markets-union_en

¹² https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/capital-markets-union/capital-markets-union-2020-action-plan_en

et croissante vis-à-vis le reste du monde (environ 11% du GDP en agrégé, reflétant in fine l'accumulation de surplus courants). La hausse de la position nette vis-à-vis les États-Unis en est la principale responsable. La position nette d'investissement international bilatéral de la zone euro est passée de moins de 4 % à plus de 26 % du PIB entre 2015 et 2024, tirée, notamment, par l'investissement de portefeuille des européens dans des entreprises résidentes aux États-Unis. Or cette hausse est imputable plutôt à des effets de valorisation boursière (BCE, 2025). Par ailleurs, en termes de flux, sans établir de causalité directe avec les mesures *supra*, on observe que l'intégration financière intra-UE s'est renforcée depuis 2019. Les flux intra-européens dépassent désormais les flux avec le reste du monde pour les trois grandes catégories d'investissement international. Cette dynamique est particulièrement marquée pour les flux de portefeuille, dont l'intensité relative s'est nettement accrue depuis 2024 (voir Figures 6 et 7).

Malgré ces progrès, des fragilités subsistent. Les indicateurs utilisant, entre autres, des données des marchés de titres de créance et d'actions suggèrent que le degré d'intégration financière au sein de la zone euro, bien qu'en cours de rattrapage, reste encore inférieur aux niveaux antérieurs à la crise de 2008 (cf. BCE, 2024). En mars 2025, la Commission a donc lancé un nouveau plan d'action pour une Union pour l'épargne et l'investissement (UEI)¹³. Le principal but est de coordonner les chantiers de l'union des marchés de capitaux et de l'union bancaire afin de mieux orienter l'épargne européenne vers les priorités stratégiques de l'UE. Outre le développement des marchés de capitaux, leur intégration internationale contribue à absorber les chocs d'offre et à préserver la rentabilité des entreprises et la valeur de marché des actifs (Martinez *et al.*, 2022). Certaines mesures y apparaissent comme prioritaires (cf. ci-après).

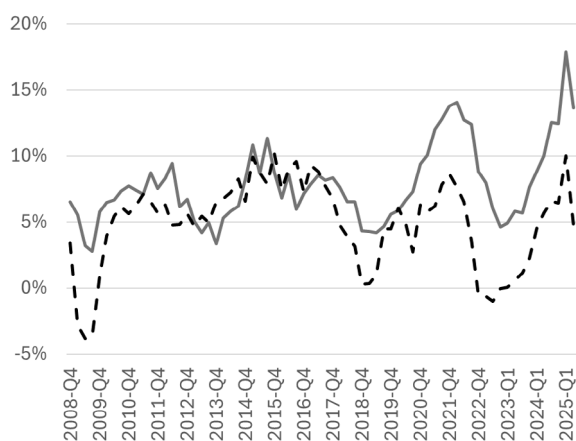


Figure 6 : Flux financiers de l'UE 27, en % du PIB (Source : Eurostat).

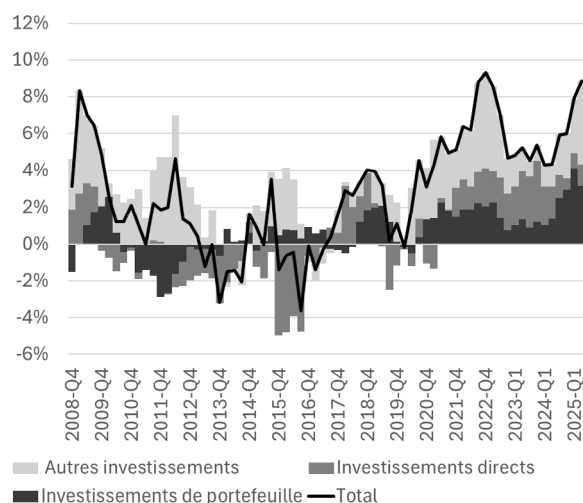


Figure 7 : Différence entre flux intra-UE et extra-UE, en pp. du PIB (Source : Eurostat).

Pistes pour augmenter le financement par fonds propres

Cinq leviers concrets peuvent être mis en place en priorité pour réduire le retard européen en matière de fonds propres (cf. Villeroy de Galhau, 2025).

Promouvoir l'industrie européenne du capital-risque pour financer les entreprises innovantes

Le développement de partenariats public-privé ambitieux sur le marché du capital-risque européen constitue un levier attractif, notamment pour renforcer l'engagement des investisseurs institutionnels. Capitalisant sur l'expérience des institutions publiques sur ce marché, ces partenariats peuvent lever une masse critique de fonds, permettant de diversifier les risques et d'optimiser les coûts de gestion. Il faut amplifier et européeniser les dispositifs existants (initiatives TIBI et WIN, notamment¹⁴) qui ont déjà permis des avancées importantes. Les propositions récentes de la Commission européenne d'un Pacte européen volontaire pour l'investissement dans l'innovation et le lancement de deux nouveaux fonds de fonds opérés par le Fonds européen d'investissement (FEI) sont à saluer dans cette perspective.

Développer un produit d'épargne pan-européen pour encourager une allocation plus diversifiée

Le patrimoine financier des ménages européens reste majoritairement placé dans des actifs peu risqués. Le lancement d'un produit d'épargne pan-européen simple et accessible, accompagné d'un renforcement de l'éducation financière, pourrait encourager une réorientation de l'épargne vers des investissements d'avenir. Le modèle suédois, alliant une éducation financière développée et un compte d'investissement transparent et à fiscalité simplifiée (*Investeringssparkonto*, ISK), constitue un exemple encourageant : fin 2023, 51 % de l'épargne

¹³ https://finance.ec.europa.eu/publications/savings-and-investments-union-strategy-enhance-financial-opportunities-eu-citizens-and-businesses_en

¹⁴ Les initiatives TIBI en France et WIN en Allemagne rassemblent, sous le patronage des pouvoirs publics, des investisseurs institutionnels privés qui s'engagent volontairement à investir sur le marché du capital-risque et des entreprises innovantes (6 Mds€ entre 2020 et 2022 pour TIBI 1 et 7 Mds€ pour TIBI 2 entre 2023 et 2026) et WIN en Allemagne (12 Mds€ d'ici 2030).

financière des ménages suédois était composée d'actions cotées contre seulement 21 % en zone euro.

Développer les fonds de pension

Le développement de fonds de pension européens contribuerait à mobiliser une épargne de long terme et patiente, qui pourrait s'investir dans les secteurs prioritaires pour l'Europe. Le renforcement du système de retraite par capitalisation est également une réponse au défi démographique. Une telle évolution passe par la montée en puissance des retraites complémentaires professionnelles et des pensions privées, à l'image des systèmes mis en place aux Pays-Bas et dans les pays nordiques.

Instaurer un 28^e régime avec un cadre réglementaire unifié

La création d'un 28^e régime optionnel figure également parmi les leviers potentiels pour favoriser le financement de nos entreprises. Ce régime juridique coexisterait avec les 27 législations nationales existantes et offrirait aux entreprises volontaires un cadre unique et standardisé, notamment en matière de droit des entreprises, de droit du travail ou de droit de l'insolvabilité. Les coûts d'une levée de fonds dans plusieurs pays seraient ainsi réduits pour une entreprise n'ayant à se conformer qu'à un ensemble unique de règles en matière de publication, d'information ou de gouvernance. Un tel régime permettrait également de réduire la prime de risque réglementaire, souvent intégrée par les investisseurs dans les exigences de rendement.

Progresser vers une supervision unifiée des marchés de capitaux

La mise en place graduelle d'un cadre de supervision commun, sur le modèle de la SEC américaine, paraît aussi essentielle pour crédibiliser une UEI. La supervision unifiée réduirait en effet les incitations à l'arbitrage réglementaire entre juridictions et les coûts de conformité entre celles-ci, facilitant ainsi les flux de capitaux transfrontaliers, la diversification des portefeuilles et le partage des risques. Une première étape pourrait consister à élargir le mandat de l'ESMA à la surveillance des entités systémiques comme les chambres de compensation (CCP) et les dépositaires centraux de titres (CSD).

Relancer (mais bien superviser) la titrisation pour encourager l'offre de crédit bancaire et revigorer les marchés de capitaux

La transformation du crédit bancaire en titres négociables et leur transfert à des véhicules de titrisation facilite la standardisation des actifs, améliore la diffusion de l'information sur les emprunteurs (détenue initialement de façon privée par les banques originatrices) et accroît la capacité des banques à faire de nouveaux prêts, facilitant théoriquement l'accès des entreprises au financement. Il est cependant crucial de bien encadrer et superviser la titrisation. *In fine*, il faudrait limiter les incitations des banques à réduire leurs standards de sélection et de *monitoring* des prêts (par exemple, dans les programmes titrisant le crédit à l'habitat), et encourager davantage la titrisation des prêts aux secteurs innovants ou verts. Depuis la crise de 2008, le recours à la titrisation en Europe s'est drastiquement réduit.

Une simplification du cadre réglementaire, entre autres, sur la portion de risque (e.g. des tranches "equity") détenue par les banques originatrices, apparaît comme cruciale pour revigorer les marchés de capitaux *via* cet instrument (cf. Bini Smaghi, 2025¹⁵).

Bibliographie

- AGHION P., BONEVA L., BRECKENFELDER J., LAEVEN L., OLOVSSON C., POPOV A. & RANCOITA E. (2022), Financial markets and green innovation. ECB working paper 2686.
- ARNOLD M. N. G., CLAVERES G. & FRIE J. (2024), Stepping up venture capital to finance innovation in Europe. International Monetary Fund.
- BCE (2025), Financial Stability Review, May.
- BEI (2025), Innovation, intégration et simplification en Europe. Rapport annuel 2024-2025 sur l'investissement. Banque Européenne d'Investissement.
- BESSEMBINDER H. & MAXWELL W. (2008), "Markets: Transparency and the corporate bond market", *Journal of economic perspectives*, 22(2).
- BROWN J. R., MARTINSSON G. & PETERSEN B. C. (2017), "Stock markets, credit markets, and technology-led growth", *Journal of Financial Intermediation*, 32.
- DARMOUNI O. & PAPOUTSI M. (2022), The rise of bond financing in Europe. ECB working paper series 2663.
- FERRANDO A. & RUGGIERI A. (2018), "Financial constraints and productivity: evidence from euro area companies", *International Journal of Finance and Economics*, 23(3), juillet, pp. 257-282.
- GEORGES V. & ALLEN T. (2026), « Le financement de l'industrie française », *Annales des Mines - Réalités industrielles*, février, pp. 31-39.
- GOODHART C. A. E. (1989), *Money, Information, and Uncertainty*, MIT Press.
- HOLMSTROM B. & TIROLE J. (1997), "Financial intermediation, loanable funds, and the real sector", *The Quarterly Journal of economics*, 112(3).
- HOTCHKISS E. S. & RONEN T. (2002), "The informational efficiency of the corporate bond market: An intra-day analysis", *The Review of Financial Studies*, 15(5).
- MARTINEZ J., PHILIPPON T. & SIHVONEN M. (2022), "Does a currency union need a capital market union?", *Journal of International Economics*, 139.
- STATE OF THE EUROPEAN TECH (2025), 2025 annual report.
- VALIANTE D. (2016), Europe's Untapped Capital Market: Rethinking financial integration after the crisis. Final Report of the European Capital Markets Expert Group. CEPS.
- VILLEROY DE GALHAU (2025), L'Union pour l'épargne et l'investissement : incarner (enfin) une idée en actions. Conférence AEFR/REF « Où va l'épargne ? ».

¹⁵ <https://www.ft.com/content/0c4c0f28-d1c2-41f5-b64a-edc56c5bcd30>