

COLLÈGE ENTREPRISES

présidé par Xavier Girre, Directeur exécutif groupe en charge des finances, EDF

Groupe de Travail « Financements courts »

*présidé par Florence Tresarrieu, Directrice de la Trésorerie et des Financements, Pernod Ricard,
membre du Conseil de l'AFTE*



L'ATTRACTIVITÉ DE LA PLACE DE PARIS POUR LES FINANCEMENTS COURTS

R A P P O R T



NOVEMBRE 2021

PARIS
EUROPLACE

COLLÈGE ENTREPRISES

*présidé par **Xavier Girre**, Directeur exécutif groupe en charge des finances, EDF*

Groupe de Travail « Financements courts »

*présidé par **Florence Tresarrieu**, Directrice de la Trésorerie et des Financements, Pernod Ricard,
membre du Conseil de l'AFTE*

L'ATTRACTIVITÉ DE LA **PLACE DE PARIS** POUR LES **FINANCEMENTS COURTS**

R A P P O R T

PARIS
EUROPLACE

NOVEMBRE 2021

CONTEXTE ET | OBJECTIFS

6 ENJEU : UN MARCHÉ CLÉ POUR LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE EUROPÉENNE ET NOTAMMENT FRANÇAISE

- 6 1. Le marché du NEUCP dans l'écosystème des financements à court terme
- 7 2. Un marché qui a attiré de nombreux émetteurs non financiers ces dix dernières années
- 8 3. Un marché clé pour les émetteurs comme pour les investisseurs
 - a. Une source de liquidité essentielle pour le financement des entreprises
 - b. Un instrument clé et liquide pour les gestionnaires de fonds monétaires
 - c. Emetteurs, intermédiaires et fonds monétaires forment un écosystème vertueux
- 11 4. Un marché « OTC » négocié de gré à gré

12 CRISE DE MARS 2020 : RETOUR SUR UNE CRISE SOUDAINE

- 12 1. La crise de mars 2020 en quelques grandes lignes
- 13 2. Des facteurs techniques aggravants
- 16 3. La réponse rapide de la Banque de France

18 QUELS AXES DE DÉVELOPPEMENT POUR MODERNISER LE MARCHÉ DES FINANCEMENTS COURTS ?

- 18 1. Le NEUCP comme une réponse aux interrogations post crise
- 21 2. Le rôle des banques d'investissement dans la promotion de ce format de financement
- 23 3. La nécessaire digitalisation
- 23 4. La question de la liquidité

25 CONSOLIDER LA POSITION INTERNATIONALE DE LA PLACE DE PARIS

- 25 1. Conforter le rôle de la Place de Paris dans l'offre de financements attractifs pour les émetteurs européens et internationaux
- 26 2. ESG et financements courts

28 CONCLUSION

PRINCIPALES RECOMMANDATIONS DU GROUPE DE TRAVAIL

1

Assurer une plus grande promotion européenne et internationale, par la Place de Paris, du marché des financements courts auprès des émetteurs et intermédiaires européens et internationaux

2

En particulier, renforcer en Europe la promotion du format pan-européen NEUCP labellisé STEP, qui répond déjà très largement aux attentes des investisseurs, des émetteurs et des dealers, en considérant les initiatives prises par l'Eurosystème

3

Soutenir et encourager l'émission de NEUCP labellisés STEP par les banques d'investissement et par les grandes agences, françaises et européennes (BEI et KfW notamment)

4

Valoriser l'utilisation du droit français pour l'instrument NEUCP labellisé STEP, sur la Place de Paris et au-delà

5

Mettre en place des plateformes de négociation automatisées pour adapter l'offre à la variété des émetteurs

6

Contribuer activement à l'harmonisation du marché des financements courts en Europe, en associant à cette discussion l'ensemble des acteurs intéressés

7

Revoir la taille minimale des programmes d'émission, notamment auprès des entreprises de taille intermédiaire, tout en considérant le ratio d'emprise des fonds monétaires afin de ne pas écarter certains émetteurs

8

Développer de façon ambitieuse le marché des NEUCP verts et soutenables afin de répondre plus efficacement aux exigences de la transition climatique

9

Soutenir et conforter l'attractivité de la Place de Paris grâce au marché des financements courts

INTRODUCTION

Pour le Collège Entreprises de Paris EUROPLACE, les marchés de la dette doivent faire l'objet d'une attention particulière, et notamment les marchés de financements courts, qui ont pâti de la crise pandémique. Cette dernière a entraîné une demande forte de liquidité des acteurs économiques, conduisant en même temps à des rachats auprès des fonds monétaires et à un tarissement des volumes d'émission pendant le premier confinement en mars 2020. En conséquence, un certain nombre d'entreprises n'ayant pas une notation de crédit *investment grade* n'ont pas pu continuer à émettre. L'intervention de l'Eurosystème et de la Banque de France pour relancer la liquidité du marché fut un succès, mais persiste, aujourd'hui, la situation d'un marché européen fragmenté, qui freine une circulation plus importante des titres à l'international.

Réservé par nature à des grandes entreprises et insuffisamment connu en Europe continentale, le marché des financements courts, et en particulier en France le NEUCP (*Negotiable European Commercial Paper*), a fait l'objet d'une attention particulière en mars 2020, du fait de rachats auprès des fonds monétaires et du tarissement des volumes d'émission. Pour bon nombre d'émetteurs, la difficulté soudaine à refinancer un instrument utilisé quotidiennement a été l'un des signes avant-coureurs de la crise globale qui s'en est suivie et de l'attention extrême qui a été portée sur la liquidité au second trimestre de l'année 2020. Beaucoup ont appris, à cette occasion, l'importance que revêt ce marché pour les émetteurs et les investisseurs. Les agences ont d'ailleurs eu un recours important et rapide à ce marché.

Alors que ces questions de liquidité et d'accès sont pour la plupart derrière nous, cet intérêt soudain pour le marché des financements courts dont le NEUCP est l'occasion de s'interroger sur son efficacité et sa compétitivité, les améliorations potentielles à y apporter et, plus généralement, sa place dans le financement de l'économie française et européenne.

Dans ce contexte, Paris EUROPLACE a constitué un groupe de travail « financements courts », comprenant des émetteurs, des investisseurs, des représentants de la Banque de France, des membres d'associations professionnelles (AFTE, ACI France-AFTB, AFG), la CCI de Paris, des banques, des dealers, des investisseurs institutionnels, des consultants et des cabinets d'avocats.

Ce groupe de travail a souhaité articuler ses réflexions autour des trois axes principaux suivants.

- 1. Un rappel de l'enjeu de l'importance des financements courts, et du NEUCP labellisé STEP en particulier**, pour le financement des entreprises européennes et comme instrument clé de liquidité pour les grandes gestions monétaires.
- 2. Un retour sur la crise de mars 2020 et ses enseignements principaux.**
- 3. Des propositions concrètes pour répondre aux interrogations** soulevées lors de la crise de 2020 et au-delà ; à savoir :
 - i) Quel instrument promouvoir pour développer un marché réellement européen ?
 - ii) Comment renforcer l'attractivité des instruments de financements courts et la pertinence du NEUCP labellisé STEP ?
 - iii) Quelle importance des plateformes comme accélérateur de transparence de ce marché ?
 - iv) Comment les financements courts peuvent s'inscrire dans la dynamique actuelle des financements ESG ?

L'ENJEU : UN MARCHÉ CLÉ

POUR LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE

1. Le commercial paper : un instrument important de financement à court terme en Europe

Les émetteurs financiers (banques, etc.) ou non-financiers (comme les entreprises non financières) peuvent se financer sur les marchés en recourant à deux grands types de titres de créances : les financements courts, dont le NEUCP (*Negotiable European Commercial Paper*) et l'ECP (*Euro Commercial Paper*), et les financements longs, principalement les obligations, tout comme le marché des titres négociables à moyen terme (NEU MTN : *Negotiable European Medium Term Notes*). Les financements courts ont aujourd'hui, compte tenu de l'impact sur la courbe des taux de la politique monétaire de la BCE, une maturité moyenne de 3 à 6 mois pour les corporates et de 9 à 12 mois pour les banques. Les obligations ont généralement une maturité minimale à l'émission de plus de 18 mois, tandis que les NEU MTN peuvent avoir une maturité de 1 an et plus (en pratique, une maturité moyenne de 2-3 ans). A ce titre, le NEUCP et l'ECP, ne pouvant avoir une maturité supérieure à un an, sont des instruments majeurs de financement à court terme pour les émetteurs français et européens (cf. annexe 1 pour les volumes historiques par type d'émetteurs pour ces deux formats).

Ces titres offrent la possibilité d'une diversification des sources de financement des émetteurs, ainsi que des supports de placement à la disposition des investisseurs en euro et en devises. Ce marché a fait l'objet, depuis sa création, d'importantes réformes qui ont à chaque fois facilité l'accès des émetteurs étrangers, et dont la dernière remonte à mai 2016, pour le mettre en ligne avec la réglementation européenne et les meilleurs standards internationaux.

Le marché des financements courts (*commercial paper*) comprend un certain nombre de formats différents en Europe. En effet, à la différence du marché américain où l'USCP est le format unique (il existe aussi le *Yankee CD* utilisé par des émetteurs non américains), l'Europe compte plusieurs formats juridiques pour les instruments de financement

court, les plus connus étant l'*Euro Commercial Paper* (ECP) de droit anglais et le NEUCP de droit français. Ainsi, à la différence du marché obligataire à plus long terme tel que l'EMTN (*Euro medium term notes*), quel que soit son droit applicable, le marché des financements courts est aujourd'hui plus disparate. Cette disparité concerne davantage les émetteurs que les investisseurs, indifférents aux formats sur ces maturités.

Plus spécifiquement pour le NEUCP, l'instrument est de droit français, droit compétitif au sein de l'Union européenne : en particulier, pour les investisseurs, il n'existe pas de retenue à la source au titre du droit français sur le NEUCP. Les relations entre l'émetteur et les investisseurs sont régies par un droit de l'Union européenne et les jugements des tribunaux français bénéficient de la reconnaissance automatique des jugements dans tous les Etats membres de l'Union européenne (contrairement aux jugements des tribunaux anglais qui -depuis le Brexit- doivent passer par une procédure d'exequatur). Le droit régissant une éventuelle procédure collective dépend de la nationalité de l'émetteur, pas du droit applicable au titre, de sorte que le choix du format NEUCP ou ECP est sans impact par rapport à une faillite. De plus, le NEUCP est un instrument véritablement pan-européen par son inscription en monnaie banque centrale et son éligibilité au refinancement à la BCE.

L'annexe 2 illustre les différents formats de financement dont les acronymes peuvent parfois rendre la compréhension difficile.

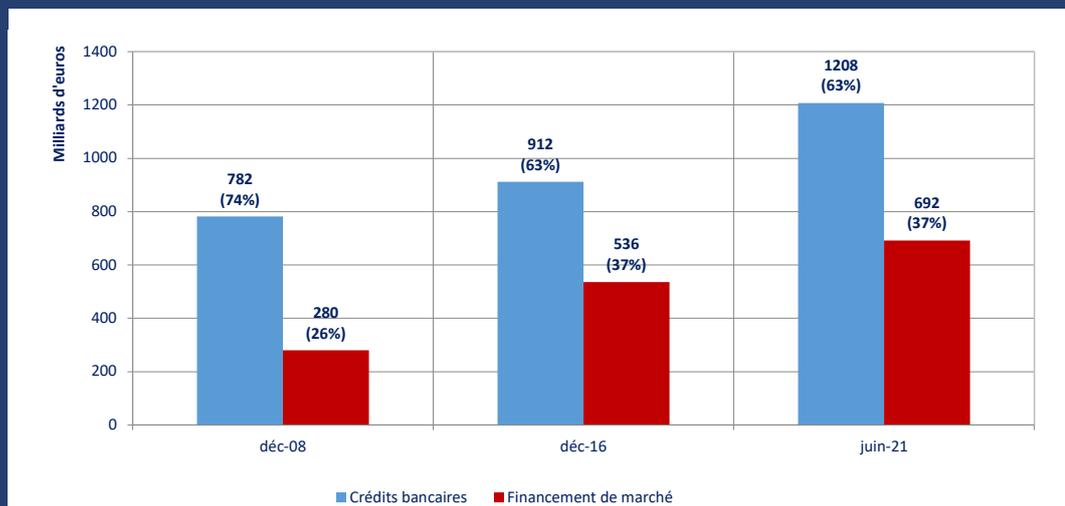
2. Le commercial paper : un instrument essentiel au financement des entreprises et à l'investissement des liquidités des gestions monétaires

Développés à partir des années 1980, les instruments de financement court sont devenus, depuis, un élément essentiel dans la palette de financement des entreprises et des banques. Une émission rapide et facile, un marché mature et des conditions attractives en font un instrument clé du financement des besoins de fonds de roulement des émetteurs en Europe.

Par sa simplicité d'exécution et sa maturité, le marché du financement court, incluant le NEUCP, a été utilisé à cette fin plus fréquemment ces dernières années, en particulier pour les sociétés au profil de crédit le plus solide. En effet, un nombre important d'entreprises sont éligibles à ce marché. Ce dernier est directement accessible sans notation pour la majorité des émetteurs : les établissements de crédit et les entreprises ayant déjà des titres admis aux négociations sur un marché réglementé. Il s'agit pour le groupe de travail d'un point clé. Pour les

autres (entreprises n'ayant pas de titres admis aux négociations sur un marché réglementé), une notation auprès d'une agence enregistrée auprès de l'ESMA est requise.

Crédits bancaires aux SNF (Sociétés non financières) et titres de dette émis par les SNF (encours en fin de période)



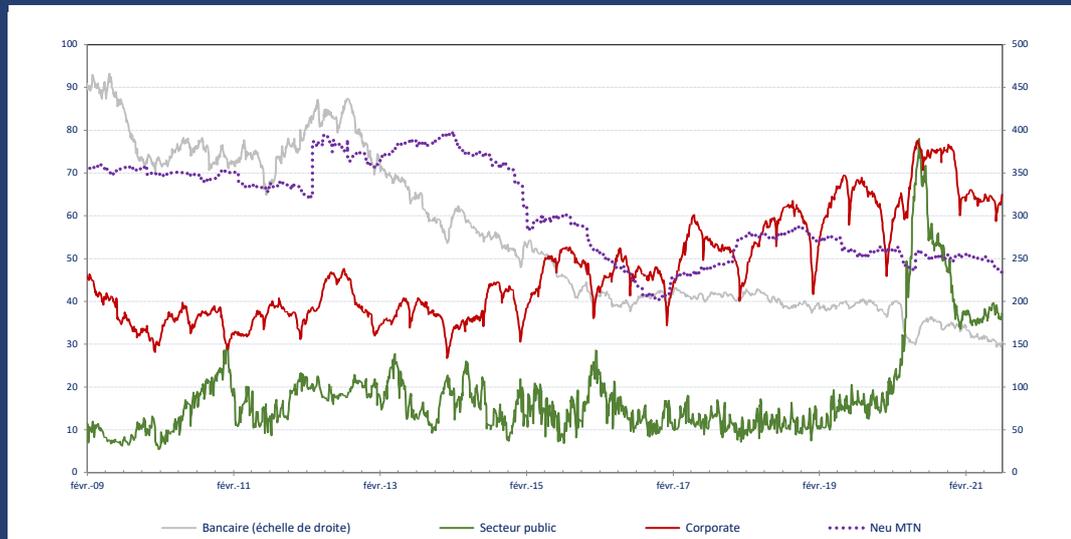
Source : Banque de France

Par ailleurs, ces instruments sont également un support essentiel pour les gestions monétaires, leur permettant d'investir leurs liquidités à court terme dans l'intérêt des porteurs de parts, qui trouvent ainsi un placement liquide de court terme compétitif et diversifiant. Emetteurs comme investisseurs sont donc intimement liés et fortement dépendants les uns des autres, créant ainsi un écosystème vertueux pour le financement de l'économie. L'arrêt brutal mais ponctuel de ce marché en mars 2020 et son impact pour l'ensemble des acteurs sont une des illustrations parfaites de l'importance de ce marché pour l'ensemble des acteurs concernés.

3. Le NEUCP : un instrument en croissance depuis l'engagement des travaux de la réforme de 2016 et pour lequel la Banque de France assure la meilleure transparence

Le marché du NEUCP, créé en 1985 (on parlait alors de billets de trésorerie et de certificats de dépôt), et largement modernisé en 2016 sous l'égide de la Banque de France, est le premier marché de financements courts en Europe et le 3ème dans le monde.

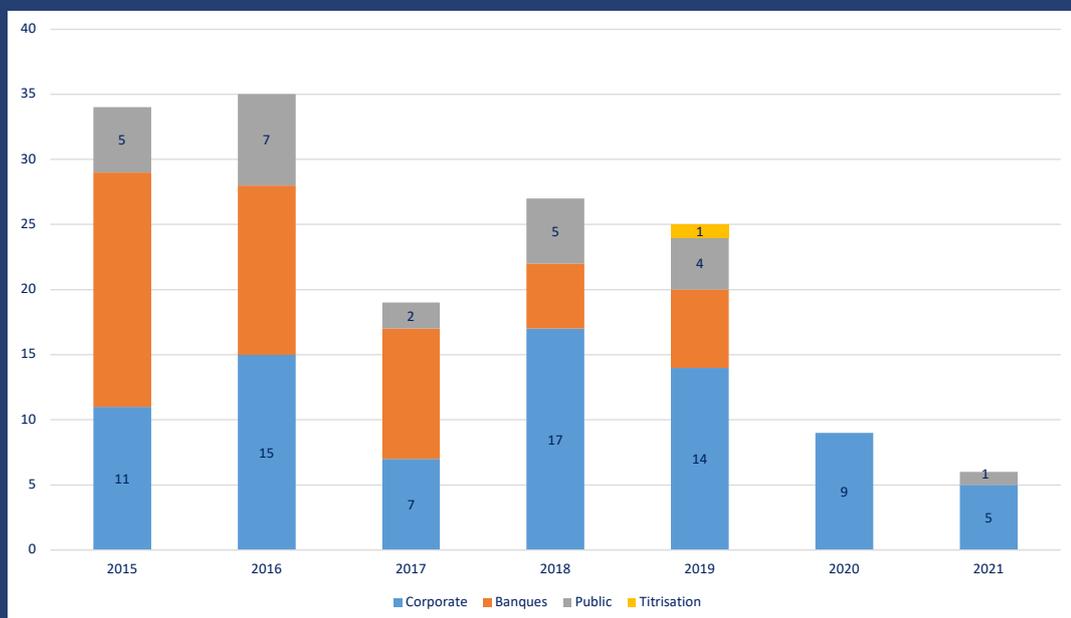
Evolution des encours en milliards d'euros



Source : Banque de France

De nombreux acteurs économiques (banques, entreprises, entités publiques etc.) trouvent dans le NEUCP une source de financement rapide et efficace, et un nombre croissant y accèdent chaque année avec succès.

Nombre de nouveaux émetteurs sur le marché NEUCP



Source : Banque de France

La dynamique pluriannuelle connue pour ce marché des titres courts, depuis la réforme de 2016 (une trentaine de nouveaux émetteurs par an), s'est vue ralentie avec la pandémie : seulement 9 nouveaux émetteurs en 2020, après une absence complète d'arrivée sur le

marché pendant les 4 mois cœur de la crise (février à mai 2020). Pourtant, le niveau des encours a poursuivi sa progression, passant de 250 à 264 Mds € entre fin 2019 et fin 2020, notamment du fait des émetteurs corporates (à savoir les entreprises non financières).

Initialement créé avec des ambitions logiquement domestiques bien avant le lancement de l'euro, le NEUCP a essaimé en Europe. Pourtant, du fait notamment d'un probable manque de promotion auprès des entités ayant intérêt à y recourir, sa pénétration reste inégale, avec une sur-représentation des émetteurs français, qui parfois multiplient les formats d'émissions (ECP par exemple). Par ailleurs, la réglementation à la sortie de la crise de 2008 a imposé aux banques d'alléger considérablement leur capacité de « *market makers* », tout en voyant augmenté le poids en RWA (*Risk Weighted Assets*) de leurs financements courts auprès des entreprises, renforçant ainsi la nécessité pour les entreprises de trouver d'autres moyens de financement court. Les *commercial papers* ont certes répondu à cette attente mais la diminution de la capacité des banques à être *market maker* reste entière et est renforcée par les contraintes du ratio de levier, basé sur la taille de bilan des banques.

Un premier effort marketing a été mené il y a cinq ans, avec une adhésion plus forte en Italie et dans une moindre mesure en Allemagne. Mais cette ouverture a peu à peu perdu en puissance, du fait notamment du départ d'émetteurs importants, en particulier dans le secteur automobile allemand.

Le marché du financement français est un marché parmi les plus désintermédiés en Europe (après le Royaume-Uni). Les émetteurs ont recours bien plus massivement aux marchés financiers et donc aux liquidités des investisseurs institutionnels pour se financer tant pour la dette que pour leurs fonds propres. Ce qui est vrai pour les sources de financement à long terme l'est donc également pour les financements à court-terme. Ceci explique le grand succès et la croissance pérenne du marché du NEUCP auprès des émetteurs français. Ce marché bénéficie d'une base d'investisseurs robustes, les gestions françaises pour le compte de leurs investisseurs, qui assurent la circulation de la liquidité en euro à l'échelle européenne, mais aussi par nature des grands émetteurs s'agissant de trésorerie (pas de risque de crédit). Ces deux phénomènes structurels contribuent fortement à la dynamique du marché du financement court en Europe sous le format NEUCP.

Bien que des formats de financements courts existent dans d'autres pays en Europe (Allemagne, Belgique, Italie, Espagne...), la maturité de leurs marchés n'est pas au stade des NEUCP.

4. Le NEUCP : un marché « OTC » négocié de gré à gré

A la différence d'autres sous-jacents financiers qui s'échangent sur un marché régulé et automatisé, le marché du NEUCP comme l'ensemble des *commercial papers* reste un marché de gré à gré, avec l'intervention d'intermédiaires (dealers bancaires et brokers) pour rapprocher les intérêts des émetteurs et des investisseurs. Un effort de digitalisation pour accroître la transparence a été initié avant la crise de la Covid, mais les avancées sont encore assez timides et n'ont pas encore rendu possible l'émergence d'un marché parfaitement transparent et d'un trading par plateforme.

RETOUR SUR LA CRISE PANDÉMIQUE DE MARS 2020

ET SON IMPACT SUR LA LIQUIDITÉ DU MARCHÉ

1. Une crise impactant le marché des financements courts, affectant les émetteurs comme les investisseurs, dans un mouvement opposé de sécurisation de la liquidité, nourrissant la gravité de la crise

En mars et avril 2020, en conséquence de la crise mondiale de la Covid et du confinement, un nombre important d'émetteurs ont indiqué avoir eu des difficultés, voire été dans l'impossibilité d'avoir recours aux financements courts, quel que soit le format. En effet, face à leur demande de renouvellement de financements courts arrivant à échéance ou à la demande de mise en place de nouveaux financements, leur demande n'a soit pas trouvé preneur, ou pour des montants très inférieurs aux normes de marché en vigueur en début d'année 2020, soit à des prix nettement plus chers que ce qu'ils pouvaient obtenir quelques semaines auparavant. La difficulté a été soudaine, et l'assèchement s'est brutalement accéléré au fur et à mesure que les mesures de confinement se sont multipliées dans le monde, créant un mouvement massif de sécurisation de liquidité pour les entreprises comme pour les investisseurs.

Bon nombre d'émetteurs avaient alors des encours importants de NEUCP, avec des échéances courtes et sans aucune garantie de pouvoir avoir accès dans des conditions acceptables à cette source de liquidité via de nouvelles émissions. Face à l'incertitude majeure quant aux conséquences de cette crise sur l'activité et donc sur la liquidité des entreprises, un certain nombre d'entre elles ont tiré par précaution sur les lignes de crédit de sécurité et se sont ensuite financées à plus long terme sur les marchés obligataires.

Cette perte brutale de liquidité pour un marché très rodé a attiré l'attention sur le mode de fonctionnement du marché, d'autant que

les gestions monétaires ont subi le même choc de liquidité, avec des décollectes importantes de leurs fonds, compte tenu du souci des investisseurs de rapatrier tout ce qui pouvait l'être. Un risque de fortes décollectes aurait pu contribuer à nourrir davantage la crise.

Des facteurs techniques liés au timing du déclenchement de la crise Covid et du confinement ont augmenté son ampleur. En effet, les fins de trimestre sont généralement des périodes plus difficiles sur ce marché, les banques cherchant à s'alléger. Par ailleurs, l'une des raisons de la crise en mars 2020 s'explique par le retrait d'un certain nombre d'entreprises, de leurs liquidités dans des fonds monétaires, ces derniers étant les principaux souscripteurs de NEUCP. Les entreprises avaient à ce moment un besoin fort de liquidités. Toutefois, les fonds monétaires français ont contribué à maintenir un environnement liquide, et leur structure n'a pas généré d'inquiétude. Ceci est en grande partie la conséquence des réformes des fonds monétaires, intervenues depuis la crise de 2008 et qui ont significativement contribué à consolider la gestion des fonds monétaires. Contrairement à 2008, ce n'était pas une crise de crédit ou de confiance à proprement parler, mais une crise de liquidité ayant une origine (sanitaire) exogène aux fonds et même aux marchés financiers. De plus, la mise en application du règlement européen sur les fonds monétaires 2017/1131, dit *Money Market Funds* (MMF) par l'AMF, a permis aux fonds monétaires de mieux résister à cette crise.

La pandémie a eu des répercussions sur les marchés financiers, générant une crise de liquidité, avec un impact sur ce segment de marché, même au faible niveau de risques portés par les acteurs.

2. Une intervention nécessaire de la BCE par le biais des banques centrales nationales, en particulier la Banque de France

Face à ce contexte, la Banque centrale européenne (BCE) a réagi très utilement. Elle a annoncé, le 18 mars 2020, le lancement d'un programme temporaire d'achats d'urgence (le *Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP), incluant l'achat de papier commercial des entreprises, dont le NEUCP, éligible, sous réserve des critères de rating : le marché français a pu être plus réactif au programme de rachat du CSPP, alors que d'autres émetteurs ECP ont dû faire labéliser leur programme STEP en urgence.

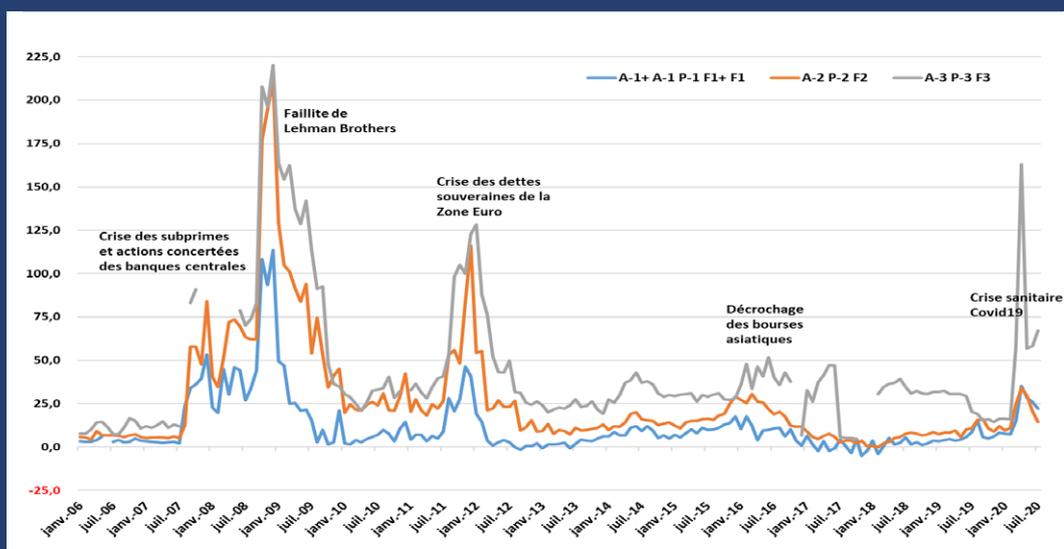
Le programme BCE a été mis en œuvre opérationnellement dès le 27 mars 2020, soit une semaine après le déclenchement de la crise, un délai incompressible à ce moment pour un produit qui n'avait été jusqu'alors jamais acheté. Ce programme s'inscrit dans le programme

d'achats d'obligations d'entreprises de la BCE (le *Corporate Sector Purchase Programme*, CSPP), qui constitue l'une des composantes importantes du *Quantitative Easing*. Les critères d'éligibilité, déterminés par l'Eurosystème, sont dès lors les mêmes que ceux du CSPP, à l'exception de la maturité des actifs (durée initiale maximale d'un an et maturité résiduelle d'au moins 28 jours) et de la taille minimum de l'émission (10 millions d'euros). A noter que si l'ensemble des agences de notations reconnues par l'ESMA avaient été prises en compte, cela aurait permis à certains émetteurs de NEUCP de pouvoir être éligibles au CSPP également, et de ce fait d'avoir une meilleure liquidité auprès des investisseurs.

En outre, dès le 7 avril 2020, la BCE a décidé de l'augmentation du plafond de 2,5% à 10% du montant de papier bancaire susceptible d'être accepté dans les pools de collatéral, ce qui a aussi permis de relancer l'animation du marché secondaire des *commercial papers* bancaires. Par ces actions, l'Eurosystème a facilité le financement de l'ensemble des émetteurs sur ce compartiment de marché.

L'Eurosystème a, enfin, assuré un relais de communication important auprès des acteurs de marché à la fois sur les sites internet et par des réunions hebdomadaires associant l'ensemble des parties prenantes (incluant les associations professionnelles et leurs adhérents), afin de lever les incompréhensions portant à la fois sur les conditions d'éligibilité des titres mais aussi sur la mise en œuvre opérationnelle des achats de titres. La courbe d'expérience pour intervenir sur ce marché rend la perspective d'une nouvelle crise de liquidité dans ces mêmes conditions sans doute moins probable.

Spreads Corporate 3 mois par notation (en bps)



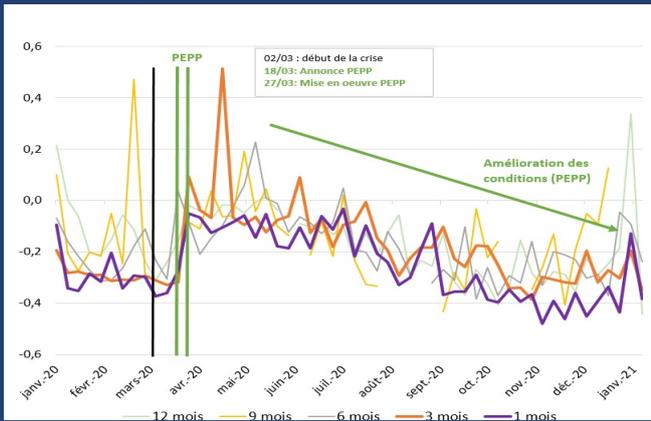
Source : Banque de France (spread calculé par rapport à un taux sans risque matérialisé par les « swaps OIS contre EONIA »)

Comme l'illustre le graphique ci-dessus, ces mesures ont permis de dégeler en à peine 2 mois la situation sur les marchés de financement

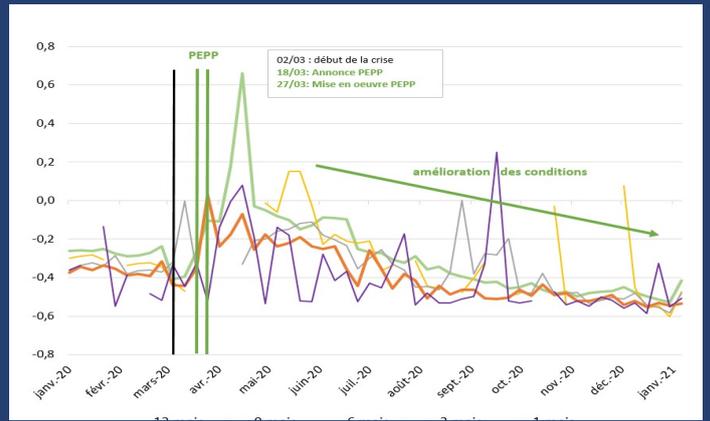
court terme et aux différents acteurs de progressivement revenir à un fonctionnement normal (renouvellement des émissions, niveaux de *spreads*), assurant ainsi à nouveau la liquidité à court terme du marché dans l'ensemble de ses segments éligibles ou non à l'action de la banque centrale. Les taux de réémission des émetteurs corporates non notés ou A3 P3 F3 sont revenus à la normale en moins d'un mois (dès la mi-avril pour les non notés).

Normalisation des taux

Taux moyens hebdomas des NEUCP Corporates en EUR (%)



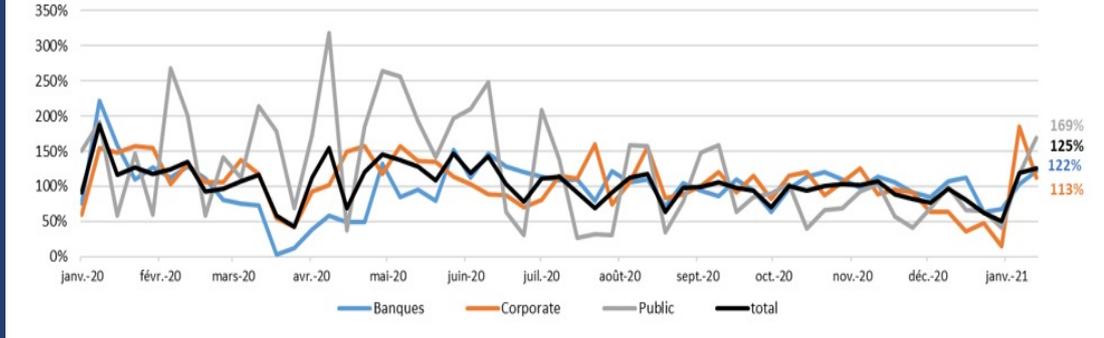
Taux moyens hebdomas des NEUCP bancaires en EUR (%)



Source : Banque de France

Normalisation des taux de réémission

Taux de réémission hebdomadaire - marché NEU CP - par secteur émetteur (en %)



Source : Banque de France

Les corporates ont constitué depuis mars 2020 des réserves de liquidité avec des émissions plus longues qu'avant la crise en anticipation de difficultés potentielles à venir dans un contexte économique toujours très incertain. Pour nombre de ces entreprises, la reprise économique a été plus rapide que prévue, l'incertitude persistante contribuant néanmoins à conserver une position très prudente quant à la gestion des liquidités. Ces sociétés utilisent donc depuis, et encore à présent, ces liquidités constituées pour leurs besoins récurrents de financement, dont le besoin de fonds de roulement, faisant un moindre appel en termes d'émissions aux marchés du financement court.

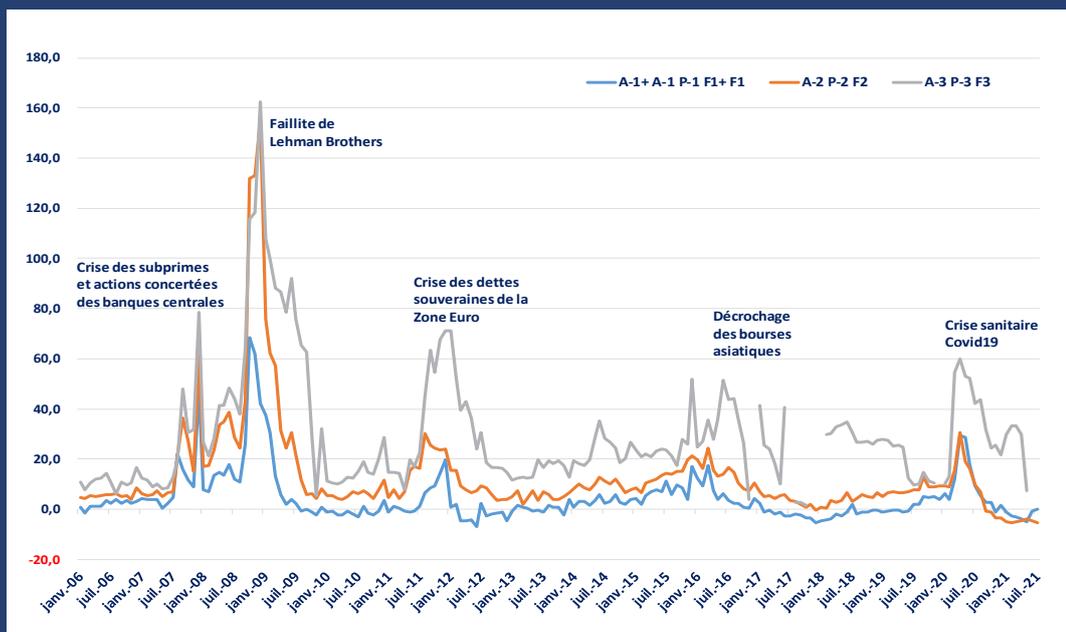
3. Une crise qui rappelle la nécessité d'accroître l'efficacité de ce marché

Malgré une situation de liquidité qui ne présente aucune difficulté en temps normal, cette crise de liquidité a impacté l'activité sur ce segment de marché, même à un faible niveau de risques.

La crise de 2020 n'est pas la première crise du marché des financements courts. Comme marché OTC ou de gré à gré, ce marché naît de la rencontre d'une offre et d'une demande. Quand l'un des deux éléments se grippe, l'ensemble du marché peut s'en trouver affecté. C'est bien ce qui s'est produit, en mars 2020, quand les émetteurs *large caps* n'ont plus trouvé preneurs pour leurs émissions à court terme quasiment du jour au lendemain. Des difficultés reflétées sur ce marché s'étaient déjà fait sentir en septembre 2008 et avant encore en septembre 2001.

Ce marché, à l'instar d'autres marchés financiers, n'est donc pas à l'abri de l'impact des crises sur la liquidité et d'autres crises, dont les causes sont aujourd'hui inconnues, pourraient affecter la dynamique de ce marché. Néanmoins plus d'un an après cette dernière crise, il convient de revenir en détail sur les éléments qui ont contribué à l'apparition de difficultés, d'explorer les raisons à l'origine de l'assèchement de ce marché et de s'atteler à construire les solutions pour un marché plus pérenne encore à l'avenir.

Spreads Corporate 1 mois par notation (en bps)



Source : Banque de France (spread calculé par rapport à un taux sans risque matérialisé par les « swaps OIS contre EONIA »)

Trois pistes de réflexion ont fréquemment été avancées, sur lesquelles nous souhaitons concentrer nos recommandations :

- Un marché très fragmenté en Europe et insuffisamment transparent, s'agissant des marchés autres que le NEUCP ;
- Un marché pas suffisamment automatisé ;
- La question de la liquidité.

QUELS AXES DE DÉVELOPPEMENT POUR

MODERNISER LE MARCHÉ DES FINANCEMENTS COURTS ?

Les deux premières critiques sont, selon nous, légitimes et appellent des initiatives concrètes. Ces critiques ne sont pas nouvelles et existaient déjà bien avant la crise de mars 2020. La crise doit en revanche servir de catalyseur pour y apporter des solutions et pérenniser des initiatives naissantes.

1. Le format NEUCP : une réponse à un marché européen fragmenté ?

La fragmentation du marché européen est bien réelle, et la mise en place effective d'une Union européenne des marchés de capitaux est évidemment indispensable. Ce sujet revient sur le devant de la scène à l'occasion de cette crise, d'autant plus que l'Union européenne et la BCE ont fait preuve d'un front commun en matière de réponse à cette crise.

On pourrait certes préciser les niveaux de fragmentation : instruments, systèmes de règlement livraison, formats juridiques, marchés et communautés d'intervenants (principalement ECP à comparer au NEUCP). Il faut d'abord se demander pourquoi les marchés de financements longs (obligataires) sont très largement ouverts et harmonisés en Europe, alors que c'est loin d'être le cas pour les financements courts en général. Si des éléments structurels expliquent probablement cette différence, il n'en reste pas moins qu'un format unique ou tout le moins majoritairement utilisé serait sans doute une des solutions pour renforcer l'harmonisation de ce marché ou a minima en renforcer substantiellement la perception. A ce titre, deux formats émergent comme dominants en Europe : le NEUCP (qui présente l'avantage d'être régi par un droit de l'Union européenne, le droit français) et l'ECP (qui est régi par le droit anglais, un droit d'un Etat tiers à l'Union européenne).

Par son format, sa résonance et le travail important de transparence réalisé par la Banque de France depuis des années, le NEUCP nous semble ainsi mériter une promotion plus large en Europe pour tenter de répondre aux interrogations soulevées par la crise. Le format pan-européen NEUCP répond déjà à beaucoup des demandes des investisseurs, des dealers et des émetteurs. Une promotion plus large de ces aspects clés sont l'une des recommandations du groupe de travail, associée à une communication au plus près des acteurs par les supports ayant démontré leur impact, y compris les réseaux sociaux. Un relais de communication auprès de la BCE, suivant les modalités très efficaces utilisées pendant la crise de mars 2020, nous semble également une piste intéressante à explorer pour garantir une meilleure visibilité de l'instrument pan-européen NEUCP.

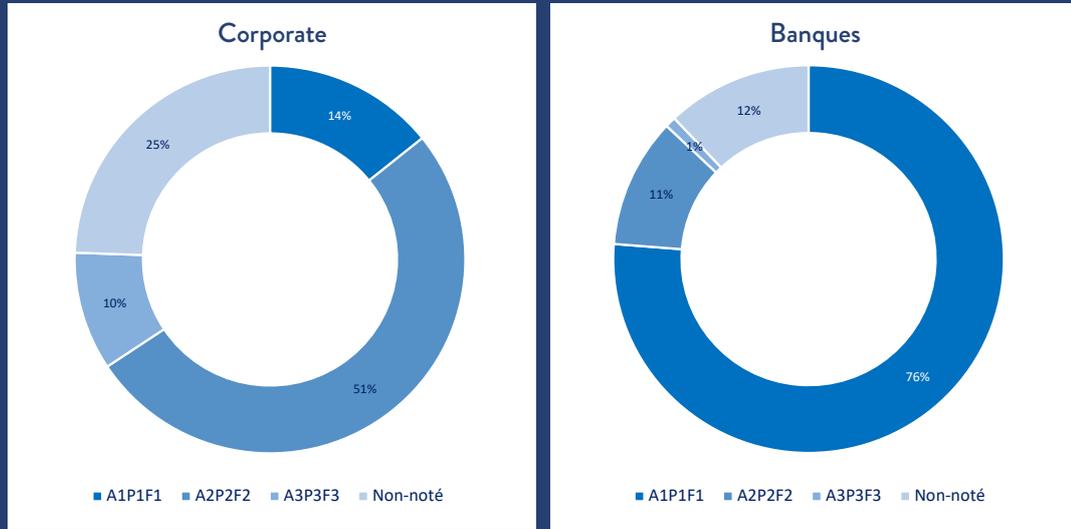
Dans cette optique, le groupe de travail a réalisé un document de synthèse, permettant de mettre en évidence les éléments principaux du marché du NEUCP, au premier titre desquels son éligibilité directe au collatéral de la BCE, un règlement-livraison très efficace en monnaie Banque centrale et la transparence des informations telles que celles communiquées par la Banque de France (documentation financière actualisée annuellement, mise à disposition des comptes de l'émetteur, vérification des conditions d'émission, existence de statistiques régulières - encours, émissions, taux, etc.).

Les NEUCP peuvent également être labellisés au format STEP (*Short Term European Paper*) qui s'est inspiré du fonctionnement français. Le STEP, sous l'égide de l'*European Money Market Institute* (EMMI), est un standard de marché qui a formidablement contribué à améliorer la transparence et la standardisation de tous les types de programmes (ECP, *Belgian CP*, *German CP*, NEUCP, etc.) et permet, en outre, aux autres marchés européens de CP d'accéder au refinancement BCE.

Ce standard a désormais fait ses preuves avec 15 ans d'existence, 400 milliards d'euros d'encours et plus de 200 programmes, au titre desquels 45 % des encours sont des NEUCP, le solde étant principalement constitué d'ECP. Le NEUCP présente aussi, depuis 30 ans, la capacité de traiter en valeur jour, augmentant significativement la réactivité et l'adaptabilité de cet instrument pour les émetteurs et les investisseurs.

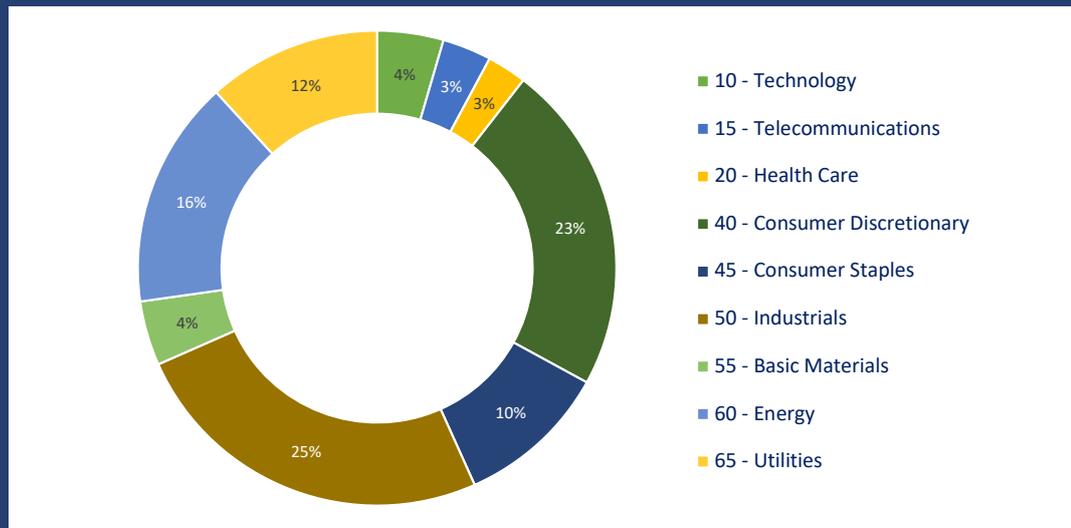
Par ailleurs, le marché des NEUCP est mieux intermédié, puisque dealers bancaires et brokers ont un accès comparable à ce marché, alors que le marché primaire de l'ECP est, en pratique, réservé aux dealers bancaires. Enfin le NEUCP est ouvert à une large catégorie de qualité de crédit qui en fait un instrument unique en son genre en Europe, voire dans le monde pour les financements courts.

Notation des émetteurs à fin juillet 2021



Source : Banque de France

Répartition de l'encours par activité industrielle à fin juillet 2021



Source : Banque de France

2. Une promotion nécessaire et bénéfique en Europe par les banques d'investissement et auprès des grandes agences notamment françaises et européennes (BEI, KfW, etc...)

Les grandes banques d'affaires européennes comme internationales nous apparaissent comme des relais clés de cette promotion. Or, les financements courts restent à ce jour cantonnés à des « desks » spécialisés et sont peu mis en avant auprès des émetteurs, y compris européens (corporates et supra notamment) par les équipes d'origination, au profit des émissions obligataires plus prestigieuses. Le groupe de travail recommande d'engager les grandes banques de la Place à faire preuve d'une plus grande pédagogie sur les avantages des financements courts, un instrument essentiel de la « boîte à outils » des émetteurs. L'idée n'est évidemment pas de mettre en concurrence un format contre un autre, mais au contraire d'offrir aux clients le spectre d'instruments le plus large possible pour répondre aux attentes de leurs clients. La crise de mars 2020 a été l'occasion pour bon nombre d'équipes d'origination au sein des banques d'affaires de communiquer plus largement et systématiquement sur les dynamiques et enjeux de ce marché. Au fur et à mesure que la normalisation du marché s'est imposée, ces communications se sont faites plus rares, alors qu'elles répondent à un véritable enjeu pour émetteurs comme investisseurs. Le document de synthèse préparé en français et en anglais par le groupe de travail peut être une base de discussion, à agrémenter par chaque acteur selon son positionnement.

Les banques sont, en effet, des partenaires-clés dans la revue des différentes options de financement pour une entreprise en croissance. Une discussion ciblée à leur égard est sans doute nécessaire, afin de coordonner les aspects pédagogiques, les placements concernés et (là où cela est requis) les garanties financières à émettre. Par exemple, pour une banque d'investissement, une complémentarité du placement papier court terme émis par ses clients pourrait être envisagée avec le placement de son propre papier, contribuant ainsi à la constitution d'une base investisseur robuste. Bien sûr, c'est également à l'attention des investisseurs institutionnels et des fonds monétaires étrangers que cette pédagogie devrait être déployée.

Par ailleurs, un effort de promotion auprès des grandes agences européennes (dont une grande partie est française) est une nécessité pour faire connaître davantage la pertinence du format NEUCP. La France compte un nombre important de grandes agences publiques ou para publiques (Unédic, ACOSS, etc...) qui par la taille de leurs financements sur les marchés du financement court sont véritablement

incontournables. Les grandes agences européennes comptent parmi les émetteurs les plus importants en fréquence comme en volume sur le marché des financements courts.

Certains de ces émetteurs sont aujourd'hui majoritairement présents sur un seul format (essentiellement l'ECP, pourtant non régi par un droit de l'Union européenne) et il serait utile de porter à nouveau à leur attention les nombreux avantages d'un format tel que le NEUCP. Ces agences, parmi les plus gros émetteurs, ont un rôle-clé à jouer dans l'harmonisation d'un format. Leur influence et poids dans ce marché sont tels que leur rôle de prescripteur est à valoriser de manière plus dynamique et plus systématique (cf. annexe 3 qui rend compte des volumes d'encours pour les plus importants émetteurs sur les formats NEUCP et ECP).

Une promotion combinée auprès des banques d'affaires et de ces grandes agences/émetteurs nous semble un prérequis nécessaire pour porter plus notablement le format NEUCP comme présentant des caractéristiques très bénéfiques à l'harmonisation d'un marché européen.

Une action de communication plus forte est donc nécessaire pour positionner plus clairement le NEUCP comme une réponse européenne, ou à tout le moins répliquer pour les autres formats la transparence proposée par la Banque de France. Cela pourrait prendre la forme d'une communication sur le sujet des financements courts du même type que ce qui est déjà réalisé sur les réseaux sociaux par la Banque centrale européenne.

Pour ce qui est de faire valoir les avantages du droit français, droit applicable au NEUCP, la Place de Paris pourrait s'inspirer de la démarche qu'elle avait menée avec succès dans le passé sur l'Euro PP (l'ICMA avait notamment soutenu les modèles de contrats d'Euro PP de droit français au niveau pan-européen) : ceci avait contribué à promouvoir les Euro PP d'émetteurs français à l'étranger et d'attirer des émetteurs étrangers pour faire des Euro PP de droit français et à développer l'écosystème de la Place de Paris (banques arrangeuses, investisseurs et cabinets d'avocats). Par ailleurs, comme pour l'Euro PP, la Place de Paris pourrait lancer une charte rédigée par des représentants d'émetteurs, de dealers et d'investisseurs.

Enfin le travail réalisé depuis des années par la Banque de France pour accroître très nettement la transparence de ce marché est salué régulièrement par tous les acteurs y ayant accès. Ces travaux devraient être portés et promus auprès des autres banques centrales nationales pour essaimer les bonnes pratiques et contribuer ainsi à une diffusion plus large de standards européens.

3. Une nécessaire automatisation du marché par le biais des plateformes

Il existe deux types de plateformes : les plateformes régulées et les tableaux d'affichage. L'AMF¹ et l'ESMA², dans leurs doctrines respectives de mars 2020 et mars 2021 (voir ci-dessous), précisent la différence entre les deux.

Certes, il existe des défis en matière d'automatisation, notamment la multiplicité des émetteurs et des émissions compte tenu du cycle de vie des titres courts (en comparaison avec d'autres marchés) et l'instantanéité du marché (valeur jour ou j+1 pour le NEUCP et J+2 pour l'ECP). Toutefois, l'automatisation doit pouvoir rationaliser et sécuriser les chaînes de traitement.

Généralement, les plateformes régulées mettent en relation des intermédiaires et des investisseurs, mais l'objectif d'amélioration de la transparence sur le marché du CP nécessite de changer de modèle en mettant en relation les trois parties prenantes au marché : les émetteurs, les intermédiaires et les investisseurs. Si les investisseurs ont une approche du marché assez homogène, les comportements des émetteurs sont plus hétérogènes. Cela s'explique essentiellement par leur diversité : les émetteurs sont des entreprises non financières et financières, des collectivités locales et territoriales, des supra ou des souverains. L'autre difficulté concerne la connexion des OMS (*Order Management Systems*) des investisseurs aux plateformes de négociation, processus qui nécessite du temps.

Il est donc important que les plateformes de négociation puissent adapter leur offre à la typologie des émetteurs en proposant des ordres fermes ou soft, avec une validation simple ou double, et faciliter le process du post-marché.

Abordons enfin la question de la liquidité qui revient comme un mantra à chaque crise mais qu'il convient d'expliquer pour en remettre la pertinence en perspective.

4. La question de la liquidité

Par liquidité, on entend la capacité du marché à absorber à tout moment un ordre de vente d'un instrument sur ce dernier. Plus le *spread bid / offer* est serré et le reste avec l'augmentation des tailles traitées, plus la liquidité est forte. L'absence de liquidité sur le NEUCP doit être définie comme une absence d'offre d'achat, et non comme un écartement de *spread bid / offer*.

La question de la liquidité ne nous semble pas devoir être traitée de

¹ <https://www.amf-france.org/fr/reglementation/doctrine/doc-2020-02>

² <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-makes-recommendations-organised-trading-facilities-under-mifid-iimifir>

façon mécanique, car elle est complexe à appréhender sur le marché des financements courts. En effet, les maturités des émissions corporates sont majoritairement sous 3 mois, ce qui limite de fait, structurellement, l'intérêt à échanger sur un marché secondaire. Le format des instruments et leur durée courte, parfois très courte, n'en font donc pas un marché aussi ouvert et actif en secondaire que le marché obligataire, plus long par nature. Le fait que le volume traité en secondaire soit faible n'est pas en soi un signe d'illiquidité. C'est inhérent à un marché de court terme : ce marché intermédié nécessite, en temps de crise, des conditions favorables pour assurer une bonne animation du marché.

Si, intrinsèquement, les titres à court terme sont moins traités en secondaire que ceux à long terme, en revanche le développement d'un marché du repo sur les titres à court terme permettrait de fluidifier ce marché. En effet, les investisseurs pourraient mettre en pension contre du cash des titres auprès des banques qui pourraient les reprêter à d'autres investisseurs ou auprès de la BCE. En cas de crise, ces opérations pourraient ne pas être retenues dans la base de calcul du ratio de levier des banques, afin d'assurer la liquidité nécessaire.

CONSOLIDER L'ATTRACTIVITÉ INTERNATIONALE DE LA PLACE DE PARIS

DANS LE DOMAINE DES FINANCEMENTS COURTS

Au-delà des éléments de promotion et d'harmonisation évoqués plus haut, le groupe de travail a souhaité ouvrir les réflexions à des thématiques d'avenir, de nature à renforcer l'attractivité du marché des financements courts, et en premier lieu le marché du NEUCP.

1. Conforter le rôle de la Place de Paris dans l'offre de financements attractifs pour les émetteurs européens et internationaux

L'Union des marchés de capitaux doit aussi concerner les financements courts, étant donné leur importance essentielle au financement de l'économie, en particulier pour les grandes entreprises. Une harmonisation européenne, dans le format proposé pour lui donner plus de poids, en accroître la transparence et développer davantage son utilisation, est une demande des acteurs de marché bien antérieure à la crise de mars 2020. La crise sanitaire et les conséquences qu'elle a eues sur le marché du financement court sont l'occasion d'en reprendre activement les travaux. Le marché des financements courts est d'importance et d'intérêt, pour les émetteurs comme pour les gestions européennes, et les atouts du NEUCP en font un format pan-européen dont la dynamique européenne pourrait encore s'accroître avec sa promotion.

Telle que présentée précédemment, une meilleure communication auprès des banques est souhaitable afin d'améliorer la notoriété du marché du NEUCP auprès des émetteurs de taille plus petite. Il est par ailleurs nécessaire de définir avec les investisseurs comment abaisser le seuil minimum des programmes afin de conforter leur intérêt.

Plus généralement, le groupe de travail milite pour une harmonisation de ce marché en Europe par le biais d'une discussion ouverte et constructive entre tous les acteurs des marchés européens, et le concours actif de la Banque centrale européenne et des différentes banques nationales en Europe. Le marché des financements court est clé pour l'économie, la crise a rappelé son importance et mis en avant l'urgence d'avancer sur une union des marchés de capitaux réelle et pragmatique.

L'intention du groupe de travail n'est pas d'opposer un format contre un autre, mais bien au contraire d'apporter à la table de discussion européenne tous les mérites d'un format établi comme le NEUCP. Ce rapport a vocation à extraire de manière synthétique l'ensemble des paramètres techniques comme de communication qui contribuent à la résonance du NEUCP en France et en Europe auprès d'une myriade d'acteurs comme autant d'éléments constructifs et contributifs à un format harmonisé. Un travail de mise en commun, de concertation et de validation auprès des acteurs de marché en Europe est notre recommandation première pour aboutir à un format uni à brève échéance.

La Place de Paris est déjà très dynamique sur le sujet des financements, par l'intermédiaire de très grands émetteurs qui la constituent, avec une maturité importante sur les financements de marché et un rôle aussi clé que dynamique porté par sa banque nationale et son régulateur. Le groupe de travail souhaite pleinement mettre en avant ce rôle-clé de Paris comme un partenaire incontournable d'une discussion et collaboration européenne réussie.

2. La question des NEUCP verts ou « sustainable »

La finance durable est désormais une composante structurelle des financements, notamment bancaires et obligataires, et est en passe de devenir la norme généralisée ces prochaines années. Autant il est relativement aisé de concilier objectifs de développement durable à long terme avec les financements longs (au-delà de 5 ans), autant l'exercice pourrait sembler moins évident à première vue pour des financements dont les échéances sont beaucoup plus courtes. Il n'en reste pas moins que ce format d'instrument de finance durable est né à la demande des émetteurs comme des investisseurs, par exemple pour replacer des reliquats d'émissions de green bonds, le format pouvant également être utilisé pour des ABCP Verts.

Le groupe de travail s'est donc penché sur la possibilité d'émettre des NEUCP « ESG ». Cela présente une certaine complexité, par exemple la difficulté de fournir les informations demandées de manière régulière ou bien la question de la durée des financements (quelques

mois), à comparer à la durée des engagements pris par les entreprises pour répondre aux exigences du développement durable (plusieurs années). Le rôle des agences de notation peut donc être clé en la matière et elles devraient participer à une approche holistique sur le sujet. De même, pour contribuer à la démarche, un *template* ESG, qui peut être également décliné sur la partie des financements courts et surtout à moyen terme, a été élaboré à la suite de travaux de Place, pilotés par l'ACI France AFTB, sous l'égide de la Banque de France, avec le concours de l'AFTE et de l'AFG.

L'objectif de cette initiative est de mettre à disposition des participants de marché un cadre de bonnes pratiques en termes de documentation financière pour les programmes de NEUCP - NEU MTN ESG, conçu de manière collaborative par les différents types d'acteurs agissant à travers leurs associations (AFTE et ACI France), et reconnu comme approprié et pertinent par les acteurs de la gestion représentés par l'AFG. Il ne s'agit en aucun cas d'un label, qui comprendrait un cahier des charges et un organisme de gestion et d'attribution du label.

Ce modèle-type permettra à un émetteur qui le choisira pour mettre en place un programme de NEUCP ou MTN ESG de disposer d'un cadre facilitant la constitution des documentations NEUCP - MTN de programmes ESG par les émetteurs (et éventuellement leurs conseils) et leur analyse par les investisseurs.

L'utilisation de ce modèle est recommandée par les associations professionnelles. Son adoption par les participants de marché constituera à la fois un élément de structuration et de standardisation pour le marché, permettant aussi un développement plus aisé des financements ESG sur le compartiment des titres de créance négociables.

Cette documentation ESG peut générer des coûts supplémentaires (frais de mise en place de programme et de mise à jour annuelle et frais d'avocat). Toutefois, des solutions sont en cours de développement. En outre, il est rappelé qu'aucun frais n'est perçu par la Banque de France et que le recours à des tiers (arrangeurs, conseillers, avocats) est à la discrétion des émetteurs. Enfin, la documentation ESG a été conçue de manière à pouvoir être élaborée à partir d'un programme classique en ajoutant simplement un volet ESG, ce qui va simplifier considérablement le travail des émetteurs.

CONCLUSION

La crise de mars 2020 aura permis de mettre en lumière l'importance des financements courts pour le financement de l'économie et ses multiples acteurs : entreprises, collectivités territoriales, institutions financières, investisseurs, organisations supranationales, etc. Cette crise a également rappelé le rôle clé des banques centrales, dont l'action fut aussi rapide qu'essentielle pour assurer la liquidité et le fonctionnement adéquat des marchés du financement court en Europe, aussi bien pour les émetteurs que pour les investisseurs. La Banque de France a été à ce titre particulièrement remarquée pour son implication et sa réactivité.

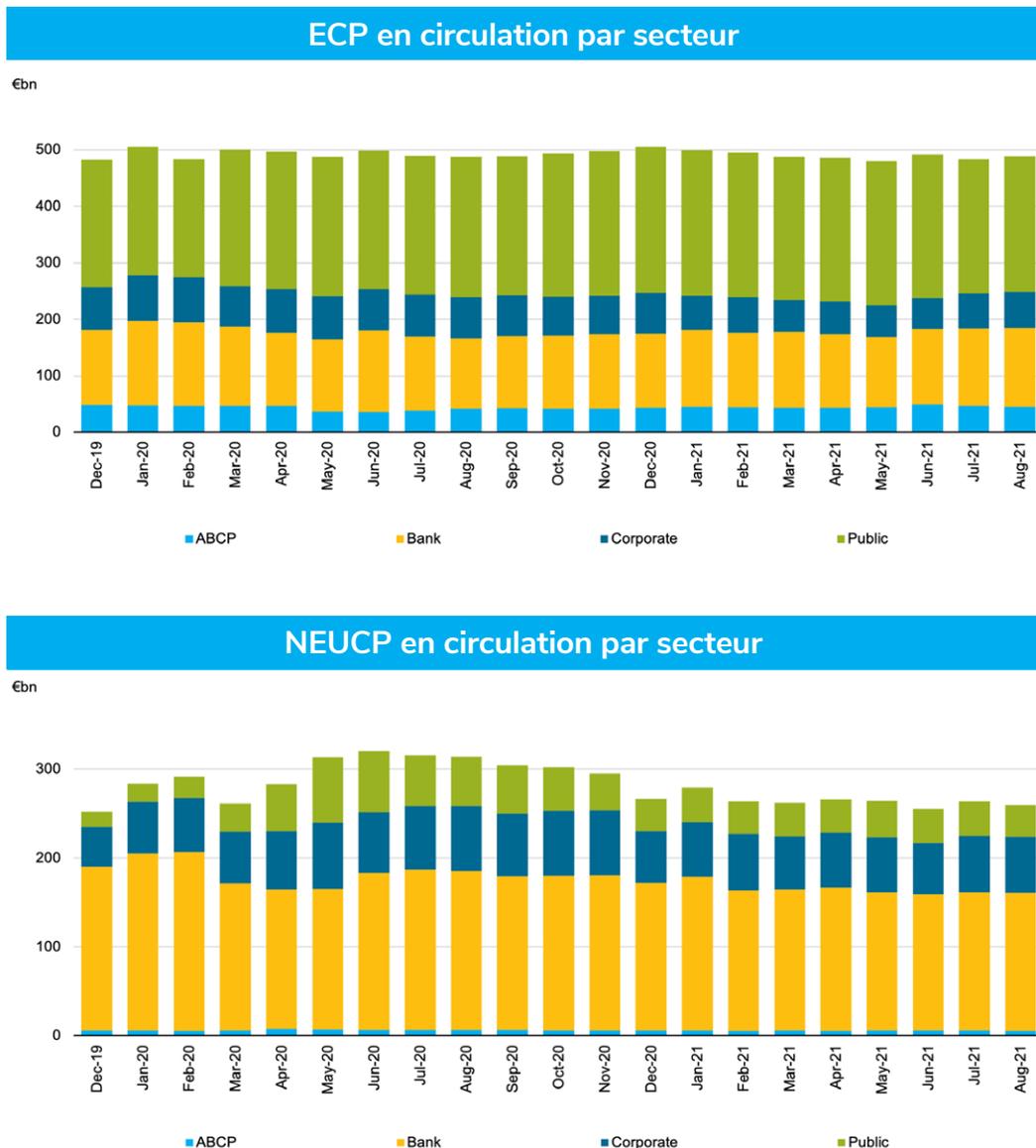
Cet épisode de crise permet aussi de porter l'attention sur les questionnements et les développements initiés depuis quelques années pour mieux structurer le marché des financements courts en Europe. De nombreuses initiatives et réflexions de Place en France et en Europe ont suivi cette crise, pour répondre à la nécessité d'apporter une réponse et un format européen à un instrument de financement aussi clé. Ce rapport s'inscrit dans la même démarche constructive, afin de faire aboutir un marché unifié en Europe et mettre en avant un format dont la dimension pan européenne nous semble avérée et qui répond à la grande majorité des attentes mises en lumière par la crise.

Le NEUCP, porté par la Place de Paris et dont le champ d'application est bien international, est un instrument simple, facile d'accès, hautement compétitif, « collatéralisable », bénéficiant d'un post marché particulièrement moderne, en monnaie centrale, et de données et statistiques transparentes et régulières (données Banque de France). Le NEUCP occupe d'ailleurs déjà une place prépondérante auprès des grands émetteurs et gestionnaires monétaires français et européens comme instrument de financements courts en Europe. En bon nombre de points, le NEUCP est déjà une solution pan-européenne dont les plus gros émetteurs en Europe peuvent d'ores et déjà bénéficier. Le présent rapport a donc pour vocation de conforter le rôle de la Place de Paris dans l'offre de financements attractifs pour les émetteurs européens et internationaux, et d'inscrire le NEUCP et ses nombreux avantages comme une réponse pertinente.

La volonté n'est pas d'imposer un format plutôt qu'un autre, mais de promouvoir tous les éléments bénéfiques que le NEUCP peut offrir. L'harmonisation des marchés de capitaux et la mise à disposition d'un format d'émission à court terme unique passeront nécessairement par la mise en commun des meilleurs atouts actuellement disponibles, dans la perspective de les améliorer encore. La Place de Paris, par le biais du NEUCP, a un rôle clé à jouer pour fédérer et structurer toutes les bonnes volontés et aboutir enfin à la réalisation de l'union des marchés de financements courts en Europe.

ANNEXE 1

Les volumes historiques par type d'émetteurs pour l'Euro CP (ECP) et le NEUCP



Source : CMD, Banque de France, avec le concours de Barclays

ANNEXE 2 | Comparaison des financements disponibles pour les émetteurs européens

	Financements courts, communément appelés <i>commercial papers</i>			Financements intermédiaires	Financements longs (obligataires)		
	NeuCP (anciens billets de trésorerie et certificats de dépôt)	Euro Commercial Paper (ECP)	Commercial paper domestique	NeuMTN (anciens BMTN)	Eurobond standalone	Euro PP	EMTN
Description	<ul style="list-style-type: none"> - Financements courts, essentiellement pour financer le BFR - Nécessité d'une notation court-terme (de A1/P1 à A3/P3), sauf exceptions - En existence depuis les années 80 avec une forte accélération ces 10 dernières années, à la faveur d'une désintermédiation plus importante des financements 			Format récent, moins utilisé que les autres à ce stade (court ou long)	Emission obligataire classique, admise aux négociations sur un marché réglementé, taille standard d'au moins €300m	Placement privé sous la forme d'une émission obligataire, plus petit en taille et pour des émetteurs non notés	Emission obligataire classique pour les émetteurs fréquents. Pas de taille minimum
Base d'investisseurs	Essentiellement des gestions monétaires pan-européennes, avec une représentation importante des gestionnaires français		Gestion monétaire domestique	Gestion monétaires et d'actifs	Banques, gestionnaires d'actifs, assureurs, fonds de pension, investisseurs institutionnels mondiaux		
Terme moyen	De quelques semaines à 12 mois pour les financements les plus longs			18-36 mois et plus	De 2 ans à 30 ans et plus		
Documentation	Droit français Enregistré auprès de la Banque de France	Aucune contrainte légale avec une prépondérance historique du droit anglais	Droit domestique	Droit français Enregistré auprès de la Banque de France	Documentation unique, visée par le régulateur domestique	Documentation unique	Documentation-cadre d'émission, visée une fois par an par le régulateur domestique, puis tirage

Source : Paris EUROPLACE

ANNEXE 3 | Liste des plus larges émetteurs en volume de ECP et de NEUCP

ECP*

Rank	Issuer	Outstandings as of August 2021 (€m)
1	ACOSS	54,569
2	Kreditanstalt für Wiederaufbau	36,934
3	FMS Wertmanagement	18,593
4	Austria, Republic of	17,354
5	Landeskreditbank Baden-Württemberg	15,507
6	Svenska Handelsbanken AB (publ)	14,883
7	European Investment Bank (EIB)	12,512
8	Nordea Bank AB (SE5164060120)	12,340
9	Landwirtschaftliche Rentenbank	9,976
10	Swedbank AB (publ)	9,398
11	OP Corporate Bank plc	7,671
12	Bank Nederlandse Gemeenten NV	7,025
13	Instituto de Credito Oficial	6,889
14	Nederlandse Waterschapsbank NV	5,874
15	Barclays Bank PLC	5,646
16	UBS AG [London]	5,454
17	Ireland, Republic of (acting through NTMA)	5,187
18	Kommuninvest i Sverige AB	4,862
19	Intesa Sanpaolo Bank Ireland PLC	4,655
20	Caisse des Depots et Consignations	4,594
21	Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ)	4,559
22	Dexia Credit Local S.A.GGB	4,029
23	Municipality Finance Plc	4,029
24	International Development Association	3,979
25	Banque Populaire Caisse d'Epargne S.A.	3,898

NEUCP**

Rank	Issuer	Outstandings as of September 2021 (€m)
1	ACOSS	17,484
2	BNP Paribas	14,280
3	BPCE	10,469
4	BFCM	10,466
5	Unédic	10,412
6	UniCredit (London)	8,981
7	Barclays Bank PLC	8,426
8	BRED Banque Populaire	8,221
9	La Banque Postale	7,534
10	Crédit Agricole.	7,495
11	Jyske Bank	7,359
12	Natixis	7,340
13	Veolia Environnement	5,923
14	Svenska Handelsbanken	5,261
15	BPIFrance	5,117
16	Axa Banque	4,795
17	Crédit Agricole CIB	4,218
18	EDF	3,654
19	Engie	3,249
20	Antalis	3,194
21	Société Générale	3,179
22	Crédit Industriel et Commercial	2,953
23	Crédit Mutuel Arkea	2,915
24	RATP	2,885
25	Oesterreichische Kontrollbank	2,607

Source : *CMD August 2021, **Banque de France, Weekly NEUCP Reports September 2021, avec le concours de Barclays

ANNEXE 4 | Argumentaire pour promouvoir le NEUCP

Le NEUCP est un instrument à la fois de financement et de placement, qui présente plusieurs avantages, que ce soit pour les émetteurs ou pour les investisseurs. Ces avantages sont présentés selon leur vocation première :

- C'est l'accès à une source diversifiée de financement court très compétitive, flexible en termes de maturité et de devises pour les émetteurs ; le programme est simple, composé d'une documentation financière qui peut être rédigée en français ou en anglais ;
- L'instrument est en droit français qui s'applique au seul programme, droit récemment modernisé et compétitif au sein de l'Union européenne : en particulier, pour les investisseurs, il n'existe pas de retenue à la source au titre du droit français sur le NEUCP ; les relations entre l'émetteur et les investisseurs sont régies par un droit de l'Union européenne et les jugements des tribunaux français bénéficient de la reconnaissance automatique des jugements dans tous les Etats membres de l'Union européenne (contrairement aux jugements des tribunaux anglais qui -depuis le Brexit- doivent passer par une procédure d'*exequatur*). Le droit régissant une éventuelle procédure collective dépend de la nationalité de l'émetteur, pas du droit applicable au titre, de sorte que le choix du format NEUCP ou ECP est sans impact par rapport à une faillite ;
- Reposant sur un écosystème robuste (investisseurs, conseils, domiciliataires, dépositaire central, ...) dont bénéficient en particulier émetteurs, dealers et investisseurs ;
- Il est, pour investisseurs et dealers, éligible au collatéral de la BCE et sans surcoût financier, comparativement à d'autres *commercial papers* ;
- Ce marché, contrairement à d'autres marchés de financement court terme négociable domestiques européens, procure un haut degré de transparence, et de conformité des conditions d'accès au marché vérifiées par la Banque de France ; en effet, il est transparent à travers les informations statistiques (connaissance des encours, documentation financière des émetteurs) régulièrement actualisées et communiquées par la Banque de France :

- **Le site internet dédié de la Banque de France :**

<https://www.banque-france.fr/politique-monetaire/financements-de-marche/marche-des-titres-negociables-court-et-moyen-terme-NEU-cp-NEU-mtn>

- **La partie du site relative aux statistiques et études :**

<https://www.banque-france.fr/politique-monetaire/financements-de-marche/marche-des-titres-negociables-court-et-moyen-terme/statistiques-et-etudes>

- Lors de la crise du marché en mars-avril 2020, la Banque de France a fait preuve d'une grande réactivité, en un temps très court ; elle a été un prêteur en dernier ressort en achetant des émissions de NEUCP, dans le cadre du CSPP ; la BCE a communiqué sur son site sur ses achats ;
- Les brokers sont acceptés par les intervenants sur le marché primaire des NEUCP, contrairement à ce qui se pratique sur le marché primaire des ECP ;
- Ce marché a fait l'objet, depuis sa création, d'importantes réformes, dont la dernière remonte à mai 2016, qui ont à chaque fois facilité l'accès des émetteurs étrangers, grâce également à un cadre élargi aux normes comptables locales des pays de l'Espace économique européen, ainsi qu'aux normes comptables et de contrôle légal des comptes (pour les émetteurs de pays-tiers) reconnues par la Commission européenne comme équivalentes aux standards européens ;
- Il est « *Target 2 securities* », ce qui signifie que le règlement s'effectue en monnaie banque **centrale** et non en monnaie banque **commerciale**, contrairement à l'ECP. Les implications sont multiples : risque opérationnel moindre pour l'ensemble des intervenants (dealers, agents domiciliataires, teneur de compte conservateur...) ; possibilité d'utiliser les services d'auto-collatéralisation de T2S ;
- Il bénéficie d'un système de règlement-livraison en monnaie centrale, robuste et très efficace :
 - Le marché du NEUCP permet de faire des émissions valeur jour et des émissions / placement simultanés valeur jour.
 - Le NEUCP est le seul marché en Europe où les émissions indexées RFR (EONIA et désormais €STR) sont communes, et ce depuis de décennies (avant le lancement de l'euro).
 - Le NEUCP et le NEUMTN sont les seuls marchés de titres courts où les émissions à taux négatif (fixe ou variable) sont traitées (en primaire et secondaire), dénouées et remboursées de manière usuelle.
 - Euroclear France est le système de règlement-livraison qui va le plus loin dans la réponse aux exigences de l'Eurosystème. Il répond à l'intégralité du cahier des charges de la BCE. Il est aussi celui dont le taux de prélèvement sur la chaîne complète des titres courts est le plus compétitif et techniquement (sécurité et rapidité) le plus abouti en Europe, notamment avec :
 - La quasi-immédiateté de la délivrance des codes ISIN grâce à l'applicatif eNEUCP développé par Euroclear France ;
 - Des émissions en grandes devises internationales (EUR, USD, GBP et JPY) très performantes.

ANNEXE 5 | Composition du Groupe de travail et personnes auditionnées

Florence TRESARRIEU, Pernod-Ricard,
Présidente du Groupe de travail

Juliette BERTIAUX, CCI Paris Ile-de-France

Valérie BICHAT, Natixis

Arnaud de BRESSON, Paris EUROPLACE

Laure DELAHOUSSE, AFG

Bernard DESCREUX, EDF

Jérémy GOUX, NowCP

Philippe FAURE, Banque de France

Laurent GIOVANETTI, CA CIB

Adina GURAU-AUDIBERT, AFG

Franck HEBEISEN, ACI France - AFTB

Jean-François HIMBER, Orange

Hervé LABBE, NowCP

Agnès LEPINAY, Observatoire du
Financement des Entreprises par le Marché

Alexandre LHERITIER, Redbridge DTA

Alain PITHON, Paris EUROPLACE

Florence SALIBA, AFTE

Marc-Etienne SEBIRE, CMS Francis
Lefebvre Avocats

Charles Henri TAUFFLIEB, rapporteur

Emmanuelle TRICHET, Banque de France

Olivier VIGNA, Paris EUROPLACE

Noms des personnes auditionnées :

Patrick CARLETTO, Amundi

Guillaume DI PAOLANTONIO, Barclays



PARIS EUROPLACE

Palais Brongniart
28, place de la Bourse
75002 Paris – France

CONTACTS

Arnaud de Bresson

Délégué général de Paris EUROPLACE
bresson@paris-europlace.com

Florence Tresarrieu

Directrice de la Trésorerie et des Financements
chez Pernod Ricard
florence.tresarrieu@pernod-ricard.com

Olivier Vigna

Délégué général adjoint de Paris EUROPLACE
olivier.vigna@paris-europlace.com

Conception graphique Alex Ly Design



paris-europlace.com