



Financement en Dette des PME/ETI

Nouvelles Recommandations

Groupe de travail animé par :

Olivier CASANOVA, Directeur financier, Tereos, Animateur de la Commission Financement de PME/ETI, Paris EUROPLACE

Rapporteur :

Karim ZINE-EDDINE, Paris EUROPLACE

Composition du groupe

Laurent ATTALI, Head of Corporates Debt Capital Markets - Fixed Income, BNP Paribas

François-Régis BENOIS, Directeur de la Division de la Régulation des Sociétés Cotées, Autorité des Marchés Financiers (AMF)

Jean-Marc BLANKERT, Managing Director, Kepler Corporate Finance

Arnaud de BRESSON, Délégué général, Paris EUROPLACE

Laurent CLAMAGIRAND, Directeur des Investissements, AXA

Alain GALLOIS, Directeur de la Plate-forme Dette, Natixis

Thierry GIAMI, Conseiller à la Direction, Caisse des dépôts

Philippe HAUDEVILLE, Secrétaire général, AF2i

Hervé LABBÉ, Directeur de la Salle des Marchés et Responsable des études Macroéconomiques du Groupe, France Télécom Orange (représentant AFTE)

Stéphane LASKART, Responsable du Développement Commercial PME/ETI, EnterNext, Groupe NYSE Euronext

Philippe MUSETTE, Managing Director - Head of Debt and Equity Capital Markets, Kepler Capital Markets

Alain PHILBERT, Président, GIAC GESTION

Jean ROGNETTA, Président, PME FINANCE

Philippe TIBI, Président, Association Française des Marchés Financiers (Amafi)

Nadine VELDUNG, Responsable de l'Origination Debt Capital Markets, Oddo Corporate Finance

Paris, le 10 mars 2014

Financement en Dette des PME/ETI : Nouvelles Recommandations

RESUME ET CONCLUSION	3
INTRODUCTION	12
I. Etat des lieux des sources de financement des entreprises en France et en zone euro	14
1.1 <i>Un financement pour les PME/ETI encore quasiment exclusivement bancaire</i>	14
1.2 <i>La crise financière a révélé les limites du modèle traditionnel de financement des PME/ETI en France et au sein de la zone euro</i>	17
II. Facteurs favorisant l'évolution de l'offre de financements	18
2.1 <i>De nouveaux besoins de financements des PME/ETI en France et en Europe</i>	18
2.2 <i>Les contraintes pesant sur l'offre de financements bancaires</i>	22
2.3 <i>Le développement de l'intérêt des investisseurs institutionnels pour le financement en dette à moyen et long termes</i>	23
2.4 <i>Le développement de l'offre et la demande de financements complémentaires au financement bancaire</i>	26
III. Développement de nouvelles offres de financement destinées aux PME/ETI	28
3.1 <i>Une cartographie des sources de financement des PME/ETI en profonde mutation</i>	28
3.2 <i>Le marché obligataire</i>	28
3.3 <i>Les placements privés</i>	30
3.4 <i>L'offre au public</i>	39
3.5 <i>Les émissions mutualisées ou groupées</i>	44
3.6 <i>Les nouvelles formes d'intermédiation</i>	48
IV. Freins au développement de financements alternatifs au financement bancaire	53
4.1 <i>Du point de vue des PME/ETI</i>	53
4.2 <i>Du point de vue des investisseurs</i>	58
V. Nouvelles recommandations pour favoriser le développement de ces sources de financement complémentaires	64
<i>Axe n°1 : Consolider l'offre de prêts bancaires</i>	65
<i>Axe n°2 : Accélérer les nouvelles sources de financements complémentaires</i>	65
<i>Axe n°3 : Développer la demande des investisseurs institutionnels</i>	67
<i>Axe n°4 : Favoriser les solutions de mutualisation</i>	68
<i>Axe n°5 : Faciliter l'accès des entreprises aux investisseurs particuliers</i>	69
ANNEXES	70

RESUME ET CONCLUSIONS

Le rapport « Financement en dette des PME/ETI », réalisé par un groupe de travail animé par Olivier CASANOVA, Directeur financier de Tereos, s’inscrit dans le cadre des travaux du Collège « Entreprises » de Paris EUROPLACE, présidé par Bruno LAFONT, Président directeur général du Groupe Lafarge. L’objectif de l’étude est de faire le point des nouveaux instruments de financement par la dette des PME/ETI qui se développent actuellement sur la Place financière de Paris, d’identifier les freins à leur développement et de proposer des recommandations.

La démarche du rapport a été de sonder les différentes catégories d’acteurs concernés par les évolutions en cours du financement des PME/ETI en France – émetteurs PME/ETI, investisseurs institutionnels et intermédiaires financiers. Plus d’une trentaine d’entretiens ont ainsi été menés fin 2013. Ceux-ci ont permis de :

- établir un diagnostic précis de la situation du financement des PME/ETI en Europe et en France (Chapitre I) ;
- comprendre la nouvelle dynamique, qui a permis l’émergence d’une « nouvelle » offre de financement en direction des PME/ETI (Chapitre II) ;
- analyser les principaux freins au développement de ces instruments, tant du côté de l’offre (investisseurs/intermédiaires) que de la demande (PME/ETI) (Chapitre III) ;
- pour enfin dresser une cartographie des solutions de financement des PME/ETI proposées par la Place financière de Paris (Chapitre IV) ;
- et proposer de nouvelles recommandations pour favoriser le développement de ces sources de financement complémentaire (Chapitre V).

1. Etat des lieux des sources de financement des entreprises en France

Le premier constat est largement connu, le financement des PME/ETI en France est quasi exclusivement bancaire : en 2013, le crédit bancaire aux PME/ETI représentait 690Md€, dont PME (413Md€) et ETI (274Md€). Si l’étude montre une baisse relative des financements bancaires depuis 2012, ceux-ci restent prépondérants dans le passif des PME/ETI, représentant plus de 90% de leurs sources de financement.

Ce constat est, cependant, à nuancer car il ne tient pas compte de la diversité des PME/ETI et de leur capacité à accéder, ou pas, aux différentes sources de financement par les produits « traditionnels » de la dette, marché obligataire, placements privés de produits de taux (USPP, marché du *Schuldschein*...), etc.

Ces évolutions ne tiennent également pas compte du fait que les solutions de financement par les marchés n’ont traditionnellement pas ou peu été adaptées aux PME. Des contraintes structurelles ont, en effet, limité et restreint le développement de telles solutions : réglementation trop contraignante (obligation d’information financière, notation, etc.), mode de fonctionnement des marchés (ticket moyen très élevé, ratios d’emprise, taille des souches, besoins de liquidité, etc.).

Dans ce contexte, la crise financière a révélé les limites du système traditionnel de financement des entreprises articulé autour du crédit bancaire, du marché obligataire et du placement privé, essentiellement dédiés aux grandes signatures. Le système ne

répond plus à la diversité des besoins de financement des PME/ETI, qui souhaitent, désormais, des solutions plus adaptées à leurs besoins, tant en termes de conditions d'accès, que de coût, de taille et de maturité.

2. Facteurs favorisant l'évolution de l'offre de financements

La rupture progressive avec le modèle traditionnel de financement des PME/ETI, en Europe, comme en France s'est accélérée au cours de ces deux dernières années, sous la double impulsion des :

- **PME/ETI, dont l'évolution de la demande de financement s'articule désormais autour :**
 - d'une plus grande diversification de leurs sources de financement, pour ne pas être trop, ou pour certains exclusivement, dépendants des banques pour leur financement ;
 - d'un allongement des maturités. Il s'agit de trouver des sources de financement non « amortissable », et étaler les maturités, pour diminuer le risque de refinancement.

Au niveau européen, la diversification des sources de financement des PME/ETI prend de l'ampleur. Les statistiques de la Banque Centrale Européenne (BCE) montrent clairement cette tendance et confirment le constat des personnes interrogées dans le cadre de cette étude : les PME/ETI en Europe, comme en France, cherchent à réduire leur dépendance au financement bancaire, dont les caractéristiques ne répondent plus à l'ensemble de leurs besoins de financement.

- **Intermédiaires bancaires et investisseurs institutionnels, dont l'évolution du business à un impact important sur le mode de financement des PME/ETI. En effet :**
 - l'offre de financement bancaire est en mutation progressive, dans le cadre de la mise en œuvre de la réglementation prudentielle et fiscale bancaire, Bâle 3, qui devrait entraîner une contraction des crédits aux PME/ETI, via une plus grande sélectivité et une difficile adaptation des maturités et des tailles de financements aux besoins nouveaux des PME/ETI, etc. ;
 - pour leur part, les investisseurs institutionnels, au niveau mondial, sont à la recherche de rendements. Dans un environnement de maintien de taux d'intérêt bas, les investisseurs institutionnels privilégient des classes d'actifs de plus en plus risquées, notamment les obligations *corporate High yield*, aux Etats-Unis d'abord, et de plus en plus en Europe.

En outre, en Europe, dans le contexte de mise en œuvre de Solvabilité 2, il est important de rappeler que contrairement aux assureurs américains et japonais, très engagés dans le prêt aux entreprises et plus globalement le financement direct des entreprises via le marché obligataire, les placements privés, la titrisation, etc., les assureurs européens ne sont que très marginalement présents dans le financement direct des PME/ETI.

Au total, l'offre de financement est en profonde mutation avec des conséquences attendues sur les volumes de crédits distribués et l'arrivée croissante d'investisseurs institutionnels sur des compartiments de marché en forte croissance, comme celui des placements privés élargis aux PME, les marchés obligataires dédiés aux PME, les fonds obligataires PME, *etc.*

Il convient, toutefois, de souligner que le financement bancaire reste, dans la majorité des cas, très compétitif d'un point de vue coût, comparé aux sources alternatives de financement pour les PME/ETI, et ce, notamment, parce que le prêt est parfois considéré comme un « produit d'appel » par les banques. Le taux appliqué est donc parfois « bonifié » et la banque complète sa rémunération par les autres produits et services (« *side business* ») qu'elle pourra fournir à l'entreprise.

3. Développement de nouvelles offres directes de financement destinées aux PME/ETI

Les entretiens réalisés dans le cadre du rapport, comme les statistiques analysées, ont permis de montrer clairement le développement de nouveaux modes alternatifs de financement. Les principaux véhicules identifiés sont les suivants :

- **Le marché obligataire du *High yield* (haut rendement)** : la France représente entre 15 % et 20 % du marché européen. Celui-ci accueille, essentiellement, des PME/ETI ayant l'expérience des marchés financiers et dont les besoins de financement se situent au-delà de 100M€. La taille des émissions, le coût, les obligations d'information, *etc.* représentent un frein à l'élargissement de ce marché aux entreprises de taille moyenne.
- **Les Placements Privés** : le marché des Euro-PP, en France, progresse rapidement depuis son démarrage en 2012, avec 3Md€ levés en 2012, et près de 4Md€ en 2013. En Europe, celui-ci devrait représenter à moyen long terme près de 60Md€, en Europe, dont 25% sur la France. La mobilisation des acteurs de la Place de Paris pour mettre en place une Charte des bonnes pratiques EuroPP est une étape importante dans la structuration et l'organisation d'une offre compétitive EuroPP à Paris. Paris EUROPLACE a apporté son soutien à cette démarche de L'AFTE, l'Af2i et l'AMAFI sous l'égide de la Banque de France et de la CCIP.
- **L'offre au public**: il s'agit de placement de titres de créances et obligations, auprès d'un large public. En Europe, plusieurs solutions sont proposées, avec l'IBO à Paris, l'ORB à Londres, BondM en Allemagne, les « mini bonds » en Italie, le Marf en Espagne, *etc.* Le développement de ce type de financements, qui s'adresse notamment aux investisseurs individuels, est à ce stade mitigé.
- **Les émissions mutualisées ou groupées** : il s'agit d'une solution offerte aux PME/ETI n'ayant pas la possibilité accéder directement aux financements de marchés. Plusieurs solutions existent, GIAC, MICADO, *etc.* Le développement de ce type de financement rencontre des contraintes : la taille des fonds reste modeste et ne s'adresse donc pas à de nombreux investisseurs ; les fonds se concentrent essentiellement sur des PME/ETI cotées ; l'offre de ces fonds est encore limitée, car leur mise en œuvre est complexe.
- **On note, également, l'émergence de nouvelles formes d'intermédiation, qui offrent une forte capacité à mobiliser des financements importants pour les PME/ETI.** Ils sont susceptibles de constituer la masse critique nécessaire à l'émergence à Paris d'une véritable offre européenne de financement des PME/ETI par les produits de dette.

Deux initiatives importantes sont analysées dans le cadre du rapport : la titrisation de prêts aux PME détenus par les banques via les *Collateralized Loan Obligations (CLO)* et l'initiative du fonds de financement de l'économie française, les fonds Novo.

- **Enfin, le financement participatif**, qui s'adresse aux entreprises à l'amorçage, en amont du business angels. Les interviews menées montrent une certaine prudence des intervenants de la Place concernant ce type de financement.

Au total, la cartographie des financements de la Place de Paris est en recomposition. Elle montre que l'accès aux financements des PME/ETI dépend d'une part de la nature des émetteurs (facteur combiné de la taille et de la qualité de crédit), d'autre part du montant des besoins de financement.

Cette cartographie est évolutive et les « barrières » vont continuer à bouger, avec le développement de certaines solutions de financement, comme notamment les EuroPP :

- **Très grandes ETI et besoin de financement > 250M€ :** très large accès aux solutions de placements privés (base obligataire ou « prêt ») ainsi qu'aux financements obligataires (institutionnels seuls, type Eurobonds, ou institutionnels + public, type offre mixte Eurobonds + tranche retail).
- **Grandes ETI et besoin de financement entre 100 et 250M€ :** large accès aux solutions de placement privé (base obligataire ou « prêt »). En revanche, les financements obligataires de type Eurobonds ne sont pas possibles pour des raisons de liquidité minimum des souches. Il en est de même pour le financement obligataire public, pour des raisons de taille minimum d'émission. Les financements de type mutualisé GIAC ou MICADO ne sont également pas possible, les besoins de financement sont trop importants pour ces fonds.
- **ETI et Grandes PME et besoin de financement entre 20 et 100M€ :** accès aux solutions de placement privé (base obligataire ou « prêt ») ou émissions obligataires publiques (type IBO).
- **PME et besoin de financement entre 3 et 20M€ :** accès aux solutions de financement obligataire publique (type IBO) et/ou financements mutualisés, type GIAC, MICADO.
- **PME et besoin de financement < 3M€ :** accès limité à des sources de financements en dette MLT autres que bancaires. Des solutions nouvelles se développent sur la place de Paris, comme le prêt participatif, etc.

4. Freins au développement de financements alternatifs

Un certain nombre de freins ont été relevés, tant auprès des émetteurs PME/ETI que des investisseurs institutionnels :

Du point de vue des PME/ETI émettrices, on relève les difficultés suivantes :

- **Cotation et contraintes en matière d'information :** 85% des placements privés en France sont, aujourd'hui, cotés sur Euronext. Or, la cotation entraîne des exigences

lourdes en matière d'information pour les PME/ETI, qui n'ont pas l'expérience des marchés financiers.

- **Obligation de notation** : les entretiens montrent que la notation est perçue comme une contrainte importante pour les émetteurs PME/ETI (particulièrement s'ils ne sont pas cotés), non seulement en raison d'une offre pas encore adaptée des grandes agences de notation, mais, également, du niveau de coûts associés (à l'émission et au cours de la vie du produit), ainsi que la diffusion, potentiellement large, du rapport de notation, notamment facilement accessible aux entreprises concurrentes.
- **Taille minimum d'une opération**, quel que soit le véhicule de financement utilisé, au regard de l'offre de financement actuelle de la place financière de Paris. Les montants minimums de levées évincent de nombreuses PME (entre 20 et 250M€). Notons en particulier qu'aujourd'hui, au regard des montants levés, le placement privé semble le produit le mieux adapté aux ETI et aux PME de taille importante.

Du point de vue des investisseurs, les difficultés sont les suivantes :

- **Insuffisance de l'analyse crédit** : la capacité des investisseurs à disposer d'une analyse crédit est essentielle pour le développement d'un marché de la dette moyen long terme à Paris. Car, la grande majorité des investisseurs n'est pas équipée pour gérer les risques liés aux PME/ETI.

C'est pourquoi, les investisseurs institutionnels de la Place de Paris sont, aujourd'hui, mobilisés sur le sujet au travers des différentes initiatives suivantes :

- **constitution d'équipes d'analyse crédit en propre par les principaux investisseurs institutionnels**, notamment Axa, BNPIP, Amundi, etc. Cependant, une partie des investisseurs ne seront pas en mesure de développer des capacités en propre, qui représentent un coût fixe important, notamment au regard d'une diversité potentiellement élevée d'émetteurs PME/ETI.
- **recours aux capacités d'analyse de banques partenaires : d'où les accords passés entre des grandes banques de la place et des grands investisseurs** (CA-CIB/Axa, Société Générale/Axa, HSBC/Amundi), dans lesquels la banque joue un rôle d'apporteur d'affaires, peut donner accès à sa notation de crédit interne, et également **co-investit** avec l'investisseur institutionnel dans le placement privé.
- **accords avec des intermédiaires financiers, pour avoir accès à une capacité d'analyse crédit « externalisée »**. C'est le cas par exemple de Federis avec Kepler Capital Markets. Le développement d'une offre de services d'analyse crédit externalisée sera un élément clé pour un nombre important d'investisseurs de taille moyenne et petite, afin de mutualiser les coûts d'analyse.
- **Le développement d'une offre de notation adaptée aux PME/ETI** est, également, indispensable.

- **Réglementation du sondage des investisseurs :** les contraintes réglementaires actuelles concernant l'approche des investisseurs et la communication d'information, en amont, de la mise en place du placement privé constituent de réelles contraintes.
- **Taille des fonds obligataires dédiés :** ceux-ci jouent un rôle important pour structurer les produits en conformité avec les contraintes prudentielles, économie des coûts d'analyse crédit, ... et faciliter l'accès des investisseurs à ce type de produits. Ces fonds restent de taille trop petite pour permettre une véritable mobilisation de financements.
- **Développement insuffisant de la titrisation de créances sur la Place de Paris.** Le défi est de constituer des portefeuilles de crédit suffisamment homogènes et granulaires et de disposer d'une information adéquate sur le portefeuille ainsi constitué – au moment du placement mais également durant la vie du financement. Et à des conditions tarifaires attractives pour les investisseurs. Le lancement d'une plateforme de la titrisation par la Banque de France est une première étape importante dans le développement d'une véritable offre CLO sur la Place financière de Paris.
- **Enfin, en ce qui concerne les investisseurs individuels, leur accès aux marchés de la dette moyen long terme est, aujourd'hui, difficile. Celui-ci devra s'accompagner d'une :**
 - Meilleure éducation/formation aux risques spécifiques des produits de taux.
 - Amélioration des circuits de distribution, notamment à travers les plateformes électroniques des banques de détail et les sites internet des brokers en ligne.
 - Mise en place d'une fiscalité plus en adéquation avec le couple risque/rendement lié à ces produits.
 - Mise en place de dispositif de garantie de type assurance, par exemple en consacrant une part des fonds levés à une cotisation à un fonds d'assurance mutualisé.

5. Nouvelles recommandations pour favoriser le développement de ces sources de financement complémentaires

Les propositions du rapport s'articulent autour de 5 axes d'actions, classés par ordre d'importance :

- **Axe n°1 – Consolider l'offre de prêts bancaires :** la priorité est de favoriser le développement de la titrisation des prêts bancaires accordés aux PME/ETI. Celle-ci permettrait le développement d'un gisement important de financements qui pourraient durablement soutenir les besoins des PME/ETI en France. De nombreux pays européens ont fait le choix de mobiliser en priorité cette source de financement, qui permet aux banques d'alléger leurs bilans et de placer ces titres, soit auprès de la Banque Centrale Européenne, soit auprès des investisseurs institutionnels.
- **Axe n°2 – Accélérer les nouvelles sources de financements complémentaires :** les nouveaux instruments qui se développent sur la place financière de Paris offrent aux PME/ETI de nouvelles sources de financement mieux adaptées à leurs besoins spécifiques (taille, durée, souplesse, etc.). Plusieurs initiatives de Place ont été lancées pour accompagner le développement de ce compartiment de marché à Paris, qu'il est

nécessaire de soutenir et d'accompagner pour faire de Paris le marché de référence pour l'EuroPP et attirer investisseurs institutionnels internationaux, comme c'est le cas du marché du *Schuldschein* allemand.

- **Axe n°3 – Développer la demande des investisseurs institutionnels :** comme aux Etats-Unis et au Japon, les investisseurs institutionnels devraient jouer un rôle croissant dans le financement direct des PME/ETI en Europe et en France. Il convient, dès à présent, de mettre en place un environnement qui élargisse la base des investisseurs institutionnels investissant en direct dans les PME/ETI. Le principal défi face à ce développement est celui des capacités d'analyse crédit. C'est pourquoi, les propositions du groupe s'articulent autour des leviers qui visent à doter la Place financière de Paris de solutions d'analyse crédit.
- **Axe n°4 – Favoriser les solutions de mutualisation :** les principaux déficits concernent essentiellement les levées de fonds inférieurs à 20M€. Cette partie de la courbe trouve difficilement preneur auprès d'investisseurs institutionnels. Et les PME qui souhaitent accéder au financement de marché n'ont aucune autre solution que de recourir au financement mutualisé. C'est pourquoi, le groupe de travail a souhaité consacrer un axe d'action spécifique à ce compartiment de marché pour soutenir son développement et les initiatives existantes et encourager l'émergence de nouvelles solutions pour augmenter la masse critique de fonds mutualisés de dettes.
- **Axe n°5 – Faciliter l'accès des PME/ETI aux investisseurs particuliers :** cette ouverture, notamment pour les produits de dette, doit comme le rappelle l'AMF s'accompagner d'une plus grande éducation des investisseurs particuliers, à la spécificité des risques liés aux produits obligataires. L'autre priorité dans ce domaine vise à maintenir un degré élevé de qualité de crédit des émetteurs proposés aux investisseurs particuliers, de manière à minimiser le risque « d'accidents de crédit ».

NOUVELLES RECOMMANDATIONS POUR ACCOMPAGNER LE DEVELOPPEMENT DU FINANCEMENT EN DETTE DES PME/ETI

Axe n°1 – Consolider l’offre de prêts bancaires

Proposition 1 : Faciliter le développement d’une titrisation bancaire de prêts de PME (type CLO / ABS de PME), à destination des investisseurs institutionnels (et pas seulement pour l’accès au financement de la BCE), en calibrant la charge en capital qui pèse sur les investisseurs institutionnels en cohérence avec le risque de cette classe d’actifs, et dans un schéma qui permette à la banque de rester exposée au risque crédit et de continuer à jouer son rôle dans la relation avec les emprunteurs concernés.

Axe n°2 – Accélérer les nouvelles sources de financements complémentaires

Proposition 2 : Accélérer la mise en place du Comité de suivi de la « Charte EuroPP », élaborée sous l’égide de la Banque de France et la CCIP, avec pour objectif de détailler les modalités opérationnelles de la Charte (par exemple à travers la rédaction d’un glossaire des termes principaux des clauses à utiliser et des précisions sur le format loan) et de mettre en place des traitements réglementaires (notamment en ce qui concerne la charge en capital) plus favorables pour les investissements dans des placements privés.

Proposition 3 : Encourager le développement d’une offre de notation spécifique pour les émetteurs PME/ETI, pour les placements privés comme les offres au public, plus rapides et moins onéreuses.

Proposition 4 : Encourager les investisseurs institutionnels à assouplir leurs contraintes concernant le ratio d’emprise, pour faciliter les émissions de petites tailles (<15M€), qui pourraient dès lors être souscrites par un seul investisseur institutionnel.

Proposition 5 : Définir, sous l’égide des autorités de marché, une pratique de marché acceptable permettant le pré-sondage des investisseurs dans le cadre du placement d’un EuroPP d’une société, ayant des valeurs cotées (actions ou obligations).

Proposition 6 : Etudier avec les autorités de marché, la possibilité de restreindre la disponibilité d’informations sur l’émetteur, dans certaines conditions, dans le cas où la cotation est purement « technique ».

Proposition 7 : Réexaminer le statut fiscal du crédit-bail immobilier, qui est une solution de financement de long terme des PME/ETI.

Axe n°3 – Développer la demande des investisseurs institutionnels

Proposition 8 : Encourager les investisseurs institutionnels à développer des solutions d’analyse crédit en propre, ou à compléter leurs capacités propres par des solutions externalisées, en faisant appel à la capacité d’analyse des intermédiaires financiers.

Proposition 9 : Développer les partenariats banques / sociétés d’assurances, afin de faciliter l’utilisation par les investisseurs des relations et de la connaissance du crédit des PME/ETI acquis par les banques, ainsi qu’éventuellement l’accès au crédit scoring interne des banques.

Proposition 10 : Poursuivre les réflexions sur la création d’un « Fond de financement de l’économie française », qui pourrait permettre de rediriger une partie de l’épargne longue, celle de

fonds de retraite (Fond de réserve des retraites, Réserves à moyen-long terme AGIRC-ARCO, Préfon, entre autres) vers le financement à moyen et long termes des PME/ETI.

Proposition 11 : Accompagner le développement des nouveaux contrats d'assurance-vie Euro Croissance.

Proposition 12 : Encourager le marketing des EuroPP – par les intermédiaires financiers (banques d'investissement notamment) – auprès d'investisseurs étrangers, pour assurer une diversification de la demande d'investisseurs par l'internationalisation.

Axe n°4 – Favoriser les solutions de mutualisation

Proposition 13 : Encourager le développement par des intermédiaires financiers d'une offre de fonds EuroPP similaires à Novo.

Proposition 14 : Encourager le développement de fonds mutualisés complémentaires, type GIAC ou Micado, en insistant sur la nécessité d'assurer un niveau d'homogénéité et de granularité des investissements sous-jacents satisfaisant pour les investisseurs.

Proposition 15 : Etudier des mécanismes de garantie (type assurance) pour les investisseurs.

Axe n°5 – Faciliter l'accès des PME/ETI aux investisseurs particuliers

Proposition 16 : Sensibiliser et former les investisseurs particuliers aux enjeux de l'investissement dans les PME/ETI, ainsi qu'aux risques liés à l'investissement dans les instruments de dette, notamment le marché obligataire.

Proposition 17 : Encourager la mise en place de tranche « investisseurs particuliers » à côté des placements auprès d'« investisseurs qualifiés » pour les meilleures signatures de la Place.

Proposition 18 : Encourager le développement de plateformes électroniques dédiées pour la souscription du public à des émissions obligataires.

Proposition 19 : Créer un cadre favorable au développement du crowdfunding en France, notamment dans le cadre de la consultation en cours.

Introduction

La présente analyse s'inscrit dans la continuité du rapport FINECO¹ de Paris EUROPLACE rendu public en février 2013, dont l'objectif a été d'analyser les conséquences des nouvelles normes prudentielles sur le financement de l'économie et des entreprises françaises.

Parmi les principales conclusions du rapport FINECO :

- Le modèle actuel de financement de l'économie française connaît un bouleversement profond, susceptible de fragiliser le financement des Petites et Moyennes Entreprises (PME)² et Entreprises de Taille Intermédiaire (ETI)³. Si la baisse de la part de financement bancaire dans l'économie est engagée, le nouvel équilibre pourrait s'orienter à terme vers 60 % de financement bancaire (contre 76 % actuellement), pour 40 % de financements alternatifs (ou complémentaires), dont une partie par les marchés financiers.
- Bâle 3 devrait renchérir le coût du crédit bancaire de 100 à 200 points de base, étalé sur plusieurs années. Au même moment, avec Solvabilité II, des contraintes nouvelles vont imposer à certains investisseurs français (assurance-vie, industrie de la gestion, capital-investissement, *etc.*) de réduire leurs investissements longs, notamment en actions d'entreprises. Ce sont les PME et ETI qui devraient être les plus fragilisées.
- Or, les besoins de financement sont croissants : le rapport FINECO de Paris EUROPLACE estime le besoin annuel de financement global (dettes et fonds propres) des entreprises françaises à 80Md€, soit 8 % de leur valeur ajoutée. Et les besoins en fonds propres des PME/ETI, en forte croissance, sont estimés à 20Md€ par an, à l'horizon 2020. Si aucune disposition n'est prise, les entreprises françaises devront se tourner vers des financements externes, dans des proportions qui n'ont plus été observées depuis près de 20 ans.

Le Rapport Karine BERGER/ Dominique LEFEBVRE « *Dynamiser l'épargne financière des ménages pour financer l'investissement et la compétitivité* » a établi un diagnostic identique sur les conséquences de Bâle 3 et Solvabilité 2 sur le modèle de financement de l'économie française, dont les équilibres d'avant la crise vont être modifiés. Les besoins supplémentaires de l'économie française se trouvent alors à hauteur de 15 à 25Md€ par an soit environ 100Md€ sur l'ensemble du quinquennat en cours.

Ce constat est également partagé par l'Autorité des marchés financiers (AMF), qui notait dans sa « *Cartographie 2013 des risques et tendances sur les marchés financiers et pour l'épargne* » que du point de vue du régulateur de marché, plusieurs risques peuvent être identifiés :

- un risque de tarissement des ressources financières des entreprises en cas de remontée de l'aversion au risque, notamment pour les plus petites d'entre elles, dans un contexte marqué par le ralentissement de la distribution de crédit bancaire et ce malgré le développement de modes de financement alternatifs. Pour la France, tout

¹ « Financement des Entreprises et de l'Économie Française » Pour un retour vers une croissance durable », Rapport du Groupe de travail FINECO de Paris EUROPLACE, Février 2013

² Entreprises qui occupent moins de 250 personnes, et dont le chiffre d'affaires annuel est inférieur à 50 millions d'euros ou un total de bilan n'excédant pas 43 millions d'euros.

³ Entreprises qui ont entre 250 et 4999 salariés, et un chiffre d'affaires n'excédant pas 1,5Md€ soit un total de bilan n'excédant pas 2Md€.

particulièrement, le très bas niveau actuel du taux de marge, du taux d'investissement et du taux d'autofinancement des entreprises non financières constitue une inquiétude majeure pour le tissu et l'activité économiques et entraîne également une moindre demande de financement ;

- un risque de perte d'attractivité du continent européen par rapport à ses concurrents, notamment sur le segment de marché des introductions en bourse ou celui de la titrisation, en cas de régulation inadaptée ;
- un risque que le niveau des taux d'intérêt à court et long termes, favorable à court terme à la résorption des risques souverains, s'accompagne assez rapidement d'une déformation des structures de financement et de placement des investisseurs, avec une augmentation de la prise de risque dans des proportions mal appréciées ;
- un risque concernant le développement mal maîtrisé de la finance parallèle, dont le rôle est cependant potentiellement bénéfique pour le financement de l'économie, en l'absence d'une régulation appropriée et coordonnée à l'échelle internationale.

Dans ce contexte, l'ensemble des acteurs du financement des entreprises françaises, et notamment des PME/ETI, sont conscients de l'urgence de favoriser un développement sain de sources de financement complémentaires au financement bancaire, pour répondre aux besoins des entreprises.

Le groupe de travail « Financement des PME/ETI », animé par Olivier CASANOVA, Directeur financier de Tereos, a lancé la présente réflexion, dans le cadre du Collège Entreprises de Paris EUROPLACE, présidé par Bruno LAFONT, Président du Groupe Lafarge, pour faire le point sur les solutions de financement par la dette long terme, complémentaires du financement bancaire.

Le rapport s'est fixé pour objectif de :

1. présenter la photographie actuelle du financement des PME/ETI françaises,
2. faire le point sur les tendances qui expliquent le développement de besoins et de sources de financements complémentaires au financement bancaire,
3. dresser un état des lieux comparatif – à date – de ces diverses formes de financement alternatives,
4. identifier les obstacles qui freinent leur développement, et enfin
5. présenter les pistes de réflexion qui devront continuer à être étudiées pour accélérer leur développement, et ainsi mieux répondre aux besoins des entreprises tout en satisfaisant les exigences des prêteurs/investisseurs.

L'étude ne couvre que l'analyse des financements par dette des besoins à moyen/long terme des entreprises. Dès lors les financements par dette des besoins à court terme. Les financements en fonds propres et quasi fonds propres ne sont pas concernés par la présente étude.

I. Etat des lieux des sources de financements des entreprises en France et en zone euro

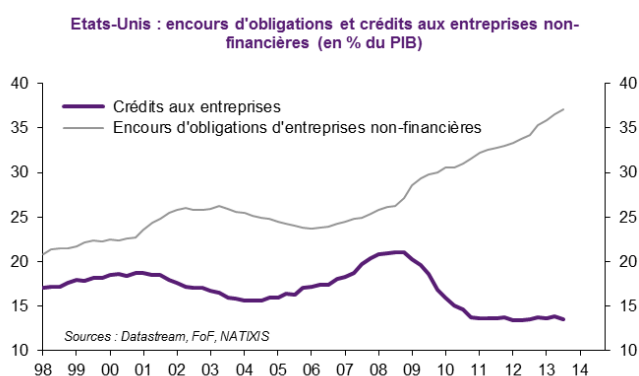
1.1 Un financement pour les PME/ETI encore quasiment exclusivement bancaire

Contrairement aux Etats-Unis où le financement des entreprises est dominé par les financements de marchés, en zone euro, comme en France le crédit bancaire reste la principale source de financement des entreprises :

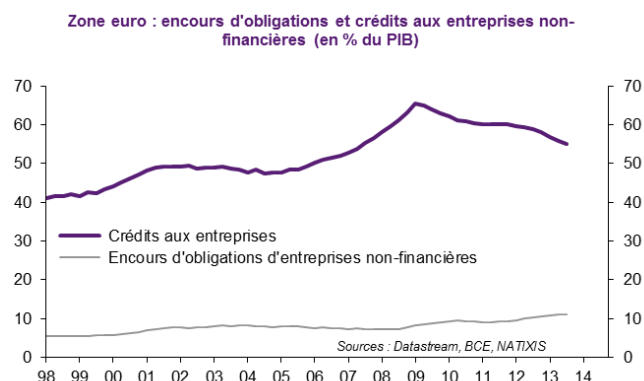
- A la fin de l'année 2013, l'encours du crédit bancaire aux entreprises représentait près de 55% du PIB de la zone euro, à comparer à 10 % pour le financement obligataire.
- Inversement, aux Etats-Unis, où le processus de désintermédiation du financement des entreprises a débuté dans les années 1960, le marché obligataire représente, aujourd'hui, près de 40 % du PIB américain, contre moins de 15 % pour le crédit bancaire.

Etats-Unis vs Zone euro

(encours financement obligataire vs crédit bancaire)



Sources : Datastream, FoF, NATIXIS – 1/07/2013



Sources : Datastream, BCE, NATIXIS – 1/07/2013

Ceci dit malgré un poids relatif limité et les effets de la crise financière, le financement obligataire des entreprises en zone euro a doublé au cours de ces 15 dernières années, passant de 5% du PIB de la zone euro, à 10% du PIB. Celui-ci a progressé à partir de 2009, de près de 40%, à comparer à plus de 60% aux Etats-Unis.

Ce constat est, cependant, à nuancer. Il ne tient, en effet, pas compte de la diversité des entreprises et de leur capacité à accéder aux différentes sources de financements par la dette, qu'elle soit bancaire ou de marché. En effet, jusqu'à la crise financière de 2007-2008, le financement des entreprises en France comme en Europe était structuré en fonction de la taille des entreprises :

- **Pour les grandes entreprises (GE)**⁴, le financement obligataire a pris une part prédominante. Structurellement, l'offre de financement par les marchés s'est fortement développée en Europe, à partir de 1999, avec la mise en place de l'euro et la hausse des

⁴ Entreprise d'au moins 5 000 salariés et plus de 1,5Md€ de chiffre d'affaire et plus de 2Md€ de total de bilan.

besoins de financement des entreprises européennes pour faire face au processus de restructuration qui a concerné tous les secteurs industriels.

Ce processus a été soutenu par l'arrivée de nombreux investisseurs internationaux, diversifiant leurs portefeuilles en faveur de l'euro. L'offre obligataire s'est alors fortement développée pour répondre aux besoins de capitaux des entreprises européennes et la demande de liquidité des investisseurs européens et internationaux. De fait seules les plus grandes entreprises ont été concernées par le développement du marché obligataire libellé en euro. L'encours de celui-ci a alors été multiplié par 5 en 10 ans⁵.

En France, le marché obligataire s'est alors fortement développé pour apporter une nouvelle source de financements aux entreprises françaises. Quelques 200 grandes entreprises émettent régulièrement des obligations et des « *commercial paper* » (30% des volumes émis proviennent d'entreprises publiques).

Pour ces GE, le recours au marché obligataire offre de nombreux avantages, en termes de coût, de durée de financement, de profil de remboursement, de diversification des sources de financement, *etc.*

De leur côté, les marchés ont diversifié leur offre, innové pour apporter des solutions de financement de plus en plus en adéquation avec les besoins des GE : obligations convertibles, placements privés, qui sont des placements d'obligations auprès d'un nombre limité d'investisseurs qualifiés, avec une documentation allégée. En Europe, on note en particulier le développement du marché allemand du *Schuldschein* et plus récemment, celui de l'EuroPP en France.

- **Pour les PME/ETI** : le financement bancaire reste prépondérant. Hors financement en fonds propres, le financement bancaire représentait jusqu'à la crise financière de 2007-2009 près de 100% du financement des PME/ETI (hors PME filiales de grands groupes). Cette proportion a faiblement évolué depuis, mais ne concerne essentiellement que les ETI et les PME d'une taille importante.

La bonne connaissance et la proximité des banques vis-à-vis des PME/ETI ont permis d'établir une relation de confiance nécessaire à la mise en place de solutions de financements adaptées aux besoins des entreprises, tant pour leurs besoins de trésorerie (découverts, lignes de crédits, *etc.*), que pour leurs besoins de financement d'investissements à moyen, long terme, *etc.*

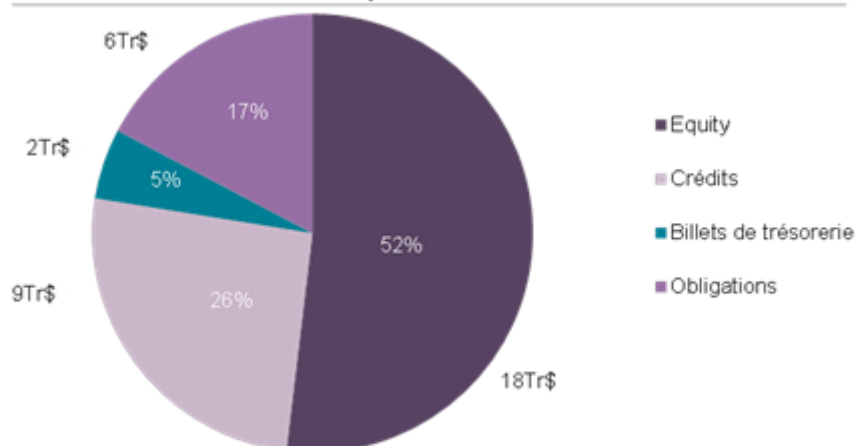
La cartographie des sources de financement des entreprises en Europe montre que les solutions de financement par les marchés n'ont traditionnellement pas ou peu été adaptées aux PME. Des contraintes structurelles ont limité le développement de telles solutions : réglementation trop contraignante (obligation d'information financière, notation, *etc.*), mode de fonctionnement des marchés (ticket moyen très élevé, ratios d'emprise, taille des souches, besoins de liquidité, *etc.*).

⁵ Source : Dealogic, calcul Paris EUROPLACE.

Sources de Financements des Entreprises

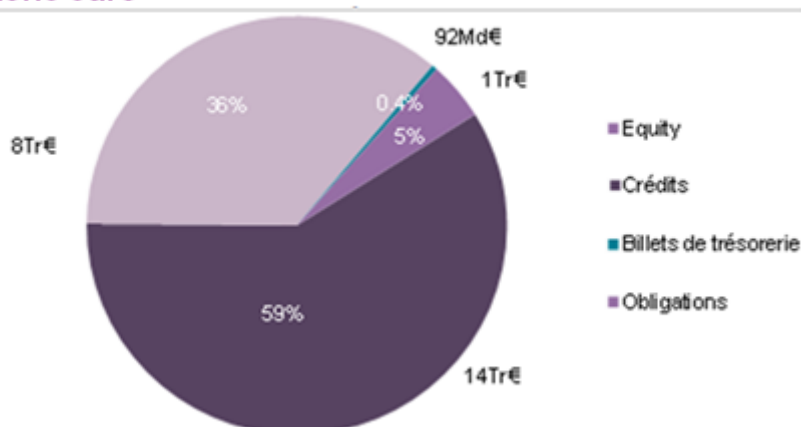
(Financements par la dette)

Etats-Unis



Source : Datastream, FoF, Natixis 01/09/13

Zone euro

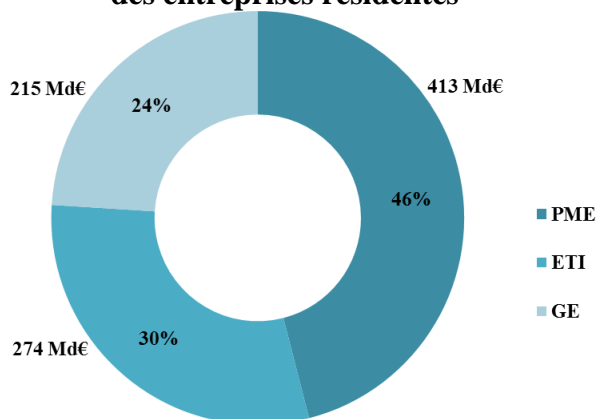


Sources : Datastream, BCE, NATIXIS - 30.06.2013

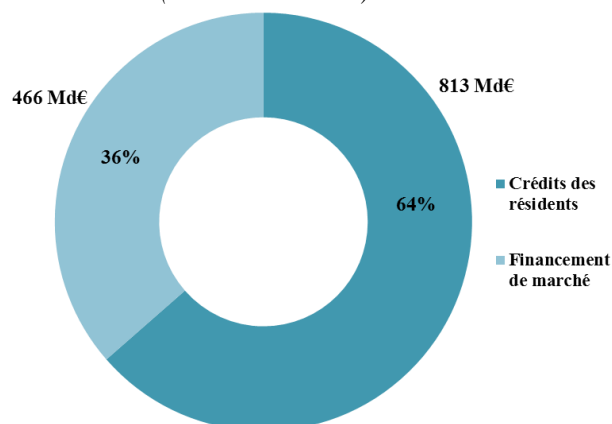
Ainsi, selon les données de la Banque de France, à la fin de l'année 2013, l'endettement des sociétés non financières (« SNF ») en France représentait 1 280Md€, dont plus de 813Md€ provenaient de crédits bancaires (crédits mobilisés et mobilisables)⁶, soit 63 % des encours. Si l'on considère les seules PME/ETI, le crédit bancaire représente plus de 95 % de leur endettement.

⁶ Les crédits mobilisés, ce sont les crédits effectivement distribués et les crédits mobilisables, part non consommée des lignes de crédit.

Encours de crédits mobilisés et mobilisables des entreprises résidentes*



Financement des SNF (encours brut Md€)



Source : Banque de France, 2013

* ayant contracté un crédit de plus de 25 000 euros auprès d'un établissement de crédit français (dont entrepreneurs individuels)

1.2 La crise financière a révélé les limites du modèle traditionnel de financement des PME/ETI en France et au sein de la zone euro

Le rapport FINECO de Paris EUROPLACE a mis en exergue la difficulté du modèle traditionnel de financement de l'économie française et à apporter des solutions de financements satisfaisantes pour les entreprises françaises et européennes.

En effet, la crise de liquidité des années 2007-2009 et celle des dettes souveraines en Europe, qui ont autant impacté les banques que les marchés obligataires européens, a mis en exergue les limites d'un modèle de financement des PME/ETI trop dépendant des banques :

- L'assèchement du marché obligataire euro, pendant certaines périodes, poussant de nombreuses grandes entreprises françaises à lever des fonds en dollar et/ou en Sterling. Pour les rares ETI ayant accès aux marchés obligataires, toute levée de fonds est devenu très difficile.
- les Placements privés US ont été largement réservés aux grandes entreprises et le marché des *Schuldschein*, ouvert aux PME/ETI depuis 2005, difficilement accessible aux entreprises non allemandes n'ayant aucune référence internationale, ni notation, et donc peu accessible aux PME/ETI françaises.
- le financement bancaire est resté la seule source de financement pour les PME/ETI en France, notamment grâce à une mobilisation conjointe des acteurs de la Place financière de Paris et des pouvoirs publics pour garantir le maintien du financement des PME/ETI par les banques françaises.

Dans ce contexte, il devient de plus en plus évident que le système traditionnel de financement de l'économie, organisé autour du crédit bancaire, du marché obligataire et de placements privés, essentiellement dédiés aux grandes signatures, ne répond plus à l'ensemble des besoins de financement des entreprises, notamment les PME/ETI, qui sont de plus en plus demandeuses de solutions plus adaptées à leurs besoins, y compris en termes de conditions

d'accès à ces financements. La diversification des sources de financement est, aujourd'hui, une priorité pour l'ensemble des entreprises, et en particulier pour les PME/ETI.

II. Facteurs favorisant l'évolution de l'offre de financement

L'offre de financement est, aujourd'hui, en recomposition sous l'impulsion des différentes mesures réglementaires visant à rendre le système financier international plus résilient, avec des conséquences directes et indirectes sur le modèle de financement des économies.

En Europe, de nombreuses études ont permis de mesurer l'impact de certaines mesures réglementaires et prudentielles européennes sur le financement de l'économie, Solvabilité 2, EMIR, ainsi que certaines règles extraterritoriales américaines telles que FATCA, Dodd Franck, *etc.*

Aussi bien les banques que les investisseurs sont concernés par ces évolutions avec des conséquences sur leur *business model*, qui devraient avoir *in fine* un impact sur les conditions et modalités de financement des entreprises françaises, notamment les PME/ETI.

2.1 De nouveaux besoins de financement des PME/ETI en France et en Europe

Dans un environnement d'après crise caractérisé par une transformation profonde de l'offre de financement par les produits de dette et d'essoufflement des outils de financement en fonds propres, la demande de financement des PME/ETI a évolué pour tenir compte des leçons tirées de la crise financière, notamment le risque d'assèchement des financements bancaires.

En parallèle, Les résultats d'exploitation des PME/ETI se dégrade en France depuis 2009 et s'est accélérée en 2012-2013⁷. En effet, le constat du rapport FINECO établi qu'au-delà de la disparité des situations individuelles, la santé financière des entreprises est, aujourd'hui, globalement difficile : taux de marge et taux d'autofinancement bas, besoin de financement externe (dette et émission d'actions) élevé et appelé à le rester, taux d'endettement sur valeur ajoutée plutôt élevé devant continuer de croître. Et ceci, alors que leurs besoins d'investissements sont croissants. Le rapport note également que plus d'un quart des PME se trouvent en situation tendue, voire critique, de trésorerie.

C'est pourquoi, on assiste depuis quelques années à une évolution profonde des PME/ETI dans leurs stratégies de financement. Celle-ci s'articule autour de deux axes :

- d'une part, assurer une diversification des sources de financement, pour ne pas être trop, ou pour certains exclusivement, dépendants des banques pour leur financement ;
- et d'autre part, assurer un allongement des maturités, trouver des sources de financement non « amortissable », et étaler les maturités, pour diminuer le risque de refinancement.

En Europe, la diversification des sources de financement des PME/ETI semble prendre de l'ampleur. Il s'agit, selon de nombreux rapports et études, d'une tendance lourde, qui vise pour ces entreprises à réduire leur dépendance au financement bancaire, dont les

⁷ Source: Rapport FINECO

caractéristiques ne répondent plus à tous les besoins de financement des PME/ETI. Il est en effet :

- Contraignant. Le crédit bancaire offre aux prêteurs un niveau de sécurité très élevé, par rapport aux différents supports de financement existants, mais pour une PME/ETI, il est très contraignant. Comparée à une obligation sénior non sécurisé le crédit bancaire représente, en règle général :
 - une séniorité plus élevée,
 - plus de garanties (collatéral),
 - des conventions restrictifs, qui réduisent la probabilité de défaut, mais souvent « contraignent » la gestion et la stratégie de l'entreprise,
 - un taux d'intérêt/coupon variable qui crée un risque de taux.
- Répond moins bien à l'ensemble des besoins de financement des PME, caractérisés par l'allongement des besoins de financement d'investissements plus longs. En effet, le financement bancaire est actuellement limité, dans la grande majorité des cas, à la tranche 3-5 ans.
- En partie utilisé pour assurer la sécurité financière, par l'intermédiaire de lignes de « *back-up* ». En effet, la crise financière a souligné l'importance de sécuriser le financement par une combinaison de liquidités et de lignes de « *back-up* » non tirées. Or celles-ci sont fournies exclusivement par les banques, et donc « consomment » une part plus grande que par le passé de l'offre de crédit disponible, réduisant d'autant la part disponible pour le financement tiré.
- Et sera très vraisemblablement plus rationné par des banques contraintes réglementairement sur leurs liquidités (voir 2.2).

En revanche, il convient de souligner que le financement bancaire reste, dans la majorité des cas, très compétitif d'un point de vue coût, comparé aux sources alternatives de financement pour les PME/ETI, et ce, notamment, parce que le prêt est parfois considéré comme un « produit d'appel » par les banques. Le taux appliqué est donc parfois « bonifié » et la banque complète sa rémunération par les autres produits et services (« *side business* ») qu'elle pourra fournir à l'entreprise.

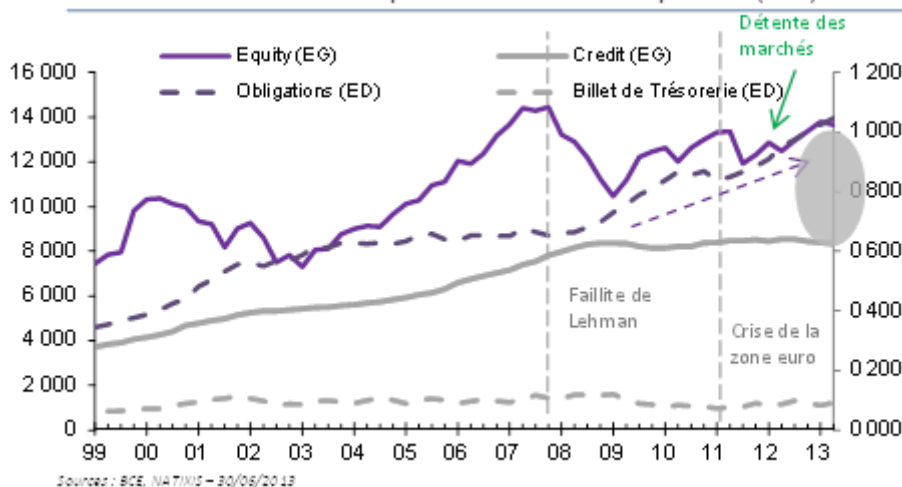
Les statistiques de la Banque Centrale Européenne (BCE) sur l'évolution du financement des PME/ETI en Europe montrent clairement cette tendance. Un vaste processus de désintermédiation, se caractérisant par une réduction des financements bancaires et l'émergence de nombreuses sources de financements désintermédiées répondant à des critères différents, a débuté en 2008 et s'accélère désormais⁸.

A partir de 2012, la pente des courbes des différentes sources de financement des PME/ETI en Europe est croissante pour les financements de marchés notamment pour les obligations, alors que celle du crédit bancaire est horizontale, voire décroissante dans un certain nombre de pays européens. En France on note fin 2013 une contraction du crédit bancaire aux PME/ETI, alors que les autres sources de financement par la dette sont croissantes.

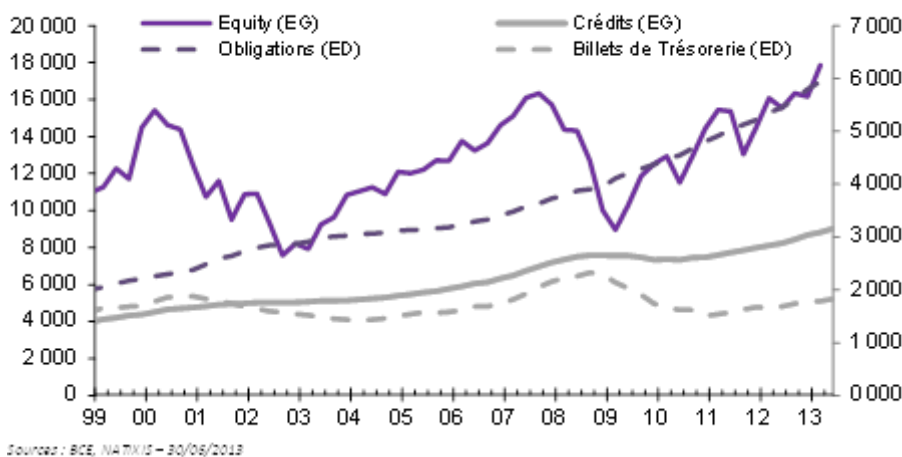
⁸ In the mood for loans, the key to discovering five new asset classes, Société Générale, Global Asset allocation, April 2013.

Accélération de la désintermédiation en Europe

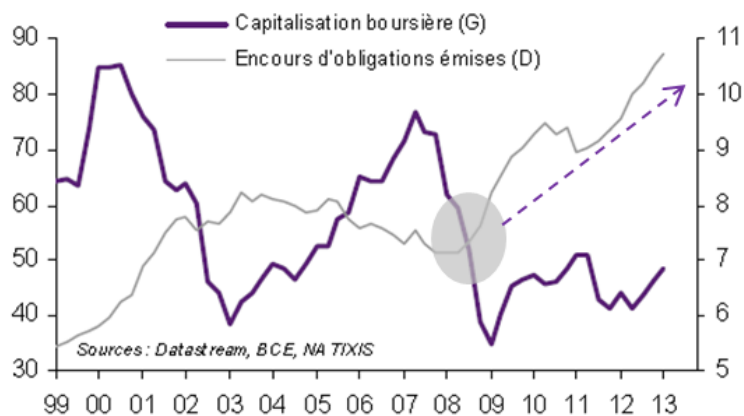
Evolution de l'encours des entreprises non financières européennes (Md€)



Evolution de l'encours des entreprises non financières US (Md\$)



Zone euro : encours d'obligations émises par les entreprises non financières et capitalisation boursière (en % du PIB valeur)

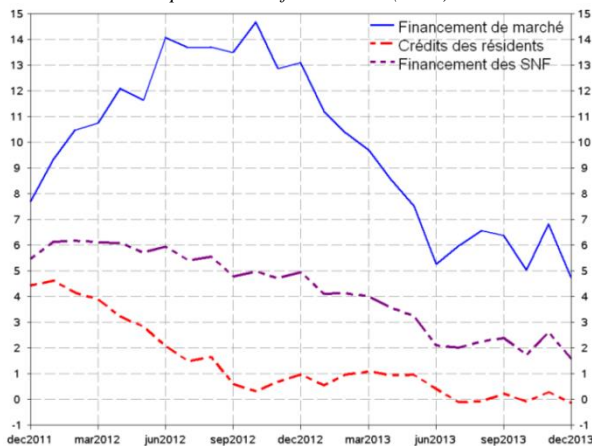


Sources : Datastream, BCE, NATIXIS – 02/07/2013

Les PME/ETI françaises s'inscrivent, également, dans cette tendance. En effet, à la fin de l'année 2013, les statistiques de la Banque de France montraient que :

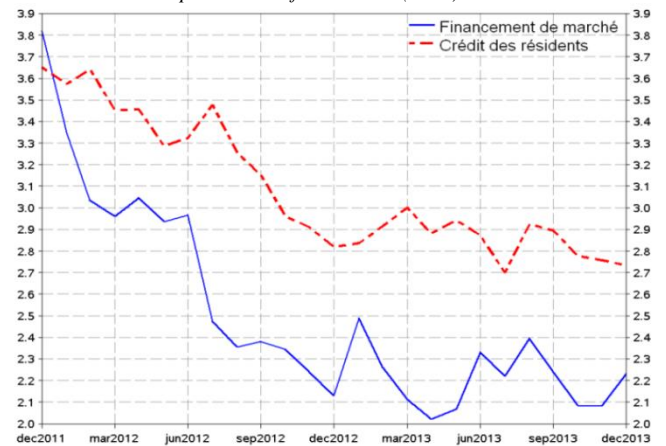
- l'endettement de marché (obligations et titres de créances négociables) représentait un volume de 465Md€ et connaît une croissance dynamique (+5 % en croissance annuelle par rapport à 2012) ;
- la part de l'endettement de marché dans l'endettement financier des entreprises est passée de 20 à 32 % ;
- la tendance la plus notable est l'importance des financements de marchés dans le financement des ETI, qui représente désormais 12% de leur endettement financier. Il s'agit là d'une mutation majeure dans le mode de financement des ETI en France. Ce processus devrait s'élargir aux « grosses » PME.

Taux de croissance annuel brut
par mode de financement (en %)

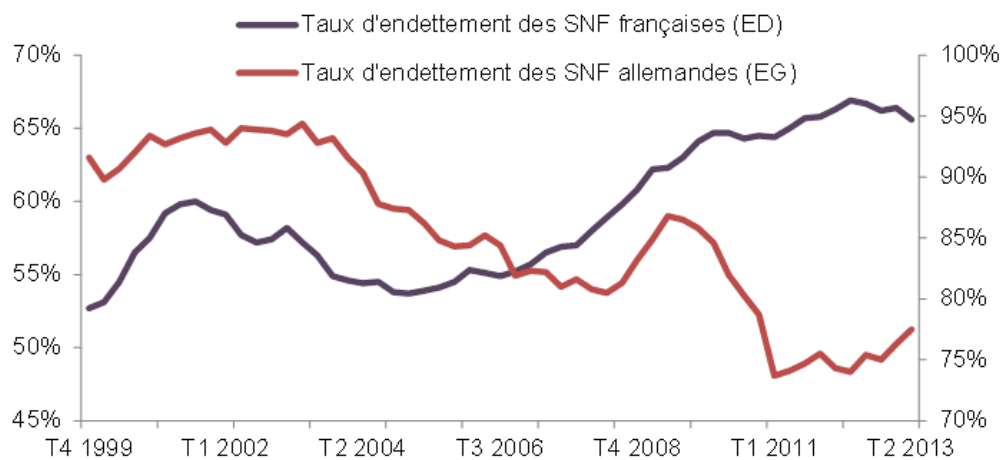


Source : Banque de France, dec. 2013

Taux de croissance annuel brut
par mode de financement (en %)



Taux d'endettement financier des entreprises françaises et allemandes (en % du PIB nominal)



Sources : Banque de France, NATIXIS-30/06/2013

Ces évolutions marquent l'enjeu crucial pour les PME/ETI de sécuriser leurs financements et de s'adresser à une base plus large de financeurs pour apporter des financements.

2.2 Contraintes pesant sur l'offre de financements bancaires

Ces deux dernières années, l'avancée à marche forcée des banques françaises vers le respect des ratios de fonds propres a entraîné une contraction (ou une moindre progression) des bilans bancaires (« *deleveraging* ») qui a concerné essentiellement les activités adossées à des financements en dollar, des portefeuilles d'actifs à risque hérités de la crise, ainsi que les expositions souveraines européennes.

Le respect des ratios de liquidités devrait, pour sa part, entraîner des évolutions du comportement des banques vis-à-vis, notamment des entreprises :

- « réintermédiation » de l'épargne, via la remontée nécessaire du ratio « dépôts sur crédits », en baisse depuis 2000 – mais à nouveau en hausse depuis 2011. Les banques recherchent donc activement à attirer les dépôts « stables » et à modérer les crédits distribués ;
- réduction de la maturité des crédits. Celle-ci est nécessaire pour que les banques puissent améliorer leurs ratios de liquidité. Il s'agira de faire en sorte que les ratios de liquidité à venir soient « absorbés » ; en pratique, les crédits à l'habitat au-delà de 15-20 ans, aux entreprises, au-delà de 5-7 ans ;
- plus grande sélectivité dans les lignes de « *back-up* » (crédits autorisés non tirés) et la qualité des garanties (possibles exigences supplémentaires) ;
- moindre concentration de risques, concrétisée notamment par un élargissement des syndications à un plus grand nombre d'investisseurs financiers ;
- éventuellement, préférence donnée à l'offre globale de crédit au secteur privé en euro ;
- si la réforme bâloise est intégralement appliquée en l'état, renchérissement significatif du coût d'intermédiation qui peut être estimé dans une fourchette de 100 à 200 points de base, étalé sur plusieurs années ;
- cette hausse du coût d'intermédiation vient s'ajouter à une autre, celle du coût du financement, sous le double effet de la dégradation ces derniers trimestres du rating de grandes banques et du fait de l'allongement de ressources.

D'ores et déjà, le financement en dollar de l'activité internationale des entreprises françaises (infrastructure, financement de projet, financement d'exportation, « trade finance », et autres financements dont financement d'acquisition) a été réduit depuis 2010-2011, mouvement qui devrait se poursuivre au moins à court terme, sous les effets de la crise de l'euro qui a conduit les prêteurs structurels en dollar à se désengager des banques commerciales européennes, globalement emprunteuses nettes en dollar.

Au total, on assiste à la migration progressive d'une partie des banques françaises vers le modèle « *originate-to-distribute* »⁹, par opposition au modèle traditionnel de l'activité bancaire ou modèle « *originate-to-hold* » (principe de conservation des prêts au bilan jusqu'à leur maturité), avec des conséquences sur le modèle d'ensemble de financement de l'économie en France.

Dans ce contexte, il convient de souligner le rôle de Bpifrance dans le financement et l'accompagnement des PME/ETI en France. Plusieurs solutions de financement ont été développées à travers différents canaux, fonds obligataires gérés par des fonds partenaires, crédits accordés directement à des PME/ETI, apport de garanties de crédit, etc... L'encours des financements en dette à moyen long terme de Bpifrance représente 19Md€, soit plus de 48% de ses engagements.

Pour la seule année 2013, 5Md€ de prêts à moyen long terme ont été mobilisés, en cofinancements pour 3,7Md€ (3000 entreprises financées) et des prêts de développement, qui sont des prêts de long de terme sans garantie demandée aux PME/ETI, pour 1,3Md€ (15000 entreprises ont été financées).

Malgré la mobilisation de Bpifrance, comme de l'ensemble des acteurs de la place financière de Paris, cette évolution ne pourra se faire qu'avec le concours actif des investisseurs, qui sont essentiellement des assureurs, des gestionnaires d'actifs et des fonds de pension et sont donc soumis à de multiples évolutions réglementaires, notamment Solvabilité 2 que nous traitons dans la section suivante.

2.3 Développement de l'intérêt des investisseurs institutionnels pour le financement en dette MLT

Plusieurs éléments contribuent au développement de l'intérêt des investisseurs institutionnels pour le financement des entreprises en dette MLT.

- La recherche de rendement

Le maintien, au niveau mondial, des taux d'intérêt à des niveaux historiquement faibles a très logiquement incité les investisseurs en quête de rendement à privilégier des classes d'actifs de plus en plus risquées, notamment les obligations *Investment grade* et *High yield*, aux Etats-Unis d'abord, puis en Europe.

En effet, les émissions cumulées sur un an de titres de dette notés en catégorie spéculative par des entreprises ont progressé de plus de 66 % pour représenter un volume d'émissions de plus de 265Md€¹⁰, au cours de ces trois dernières années. Aux Etats-Unis, cette hausse a représenté 40 % à 970 Md\$.

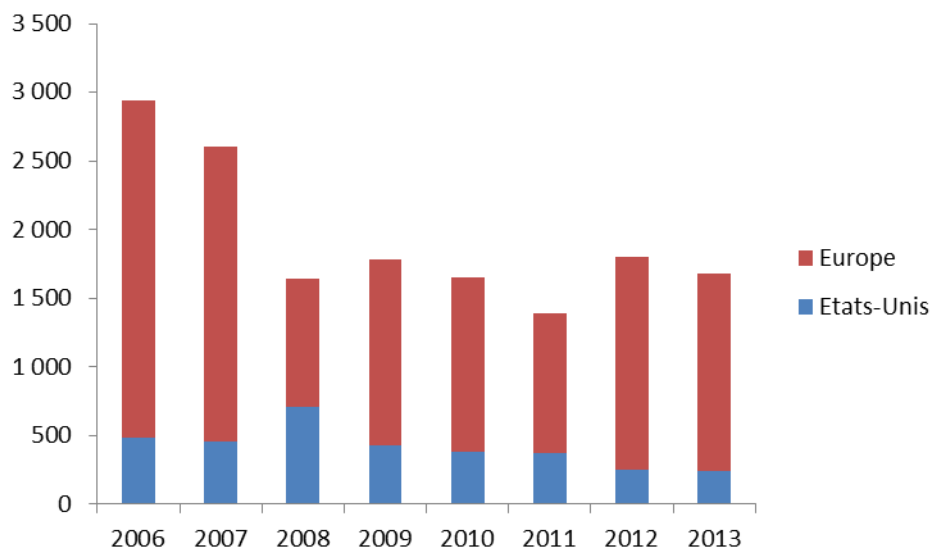
En parallèle, les émissions obligataires de sociétés moins risquées enregistrent une moindre croissance, 15 % en moyenne en Europe, au cours de la même période, selon l'Association for Financial Markets in Europe (AFME).

⁹ Modèle bancaire qui consiste pour la banque à effectuer des prêts puis à les revendre et ainsi les sortir du bilan, à l'inverse du métier bancaire classique (*originate to hold*) qui consiste à conserver au bilan les prêts consentis.

¹⁰ Source: SG CIB volumes d'émissions, chiffres non définitifs.

Même constat sur le marché de la titrisation, où les émissions ont fortement progressé en 2012/2013. Aux Etats-Unis, la recherche de rendement est sans doute en partie à l'origine du regain d'intérêt pour le marché de la titrisation¹¹. L'encours des émissions a représenté plus de 1 500Md€ à la fin de l'année 2013, soit une progression de près de 60% au cours de deux dernières années. En Europe on assiste à une tendance similaire, qui risquerait d'être ralentie par les exigences prudentielles qui concernent les investisseurs, assurances et fonds de placement.

Émissions de véhicules de titrisation en Europe et aux États-Unis (cumuls des émissions, enMd€)



Sources: Bloomberg, Citigroup, Dealogic, Deutsche, JP Morgan, Bank of America-Merrill Lynch, RBS, Thomson Reuters, Unicredit, AFME & SIFMA

- L'élargissement des classes d'actifs

Les conséquences de Solvabilité 2 sur la capacité de financement des entreprises en Europe, comme en France sont largement connues. Comparativement aux assureurs américains et japonais, très engagés dans le prêt aux entreprises et plus globalement le financement direct des entreprises *via* le marché obligataire, les placements privés, la titrisation, *etc.*, les assureurs européens sont moins présents dans le financement direct des PME/ETI en Europe.

Des initiatives se mettent en place un peu partout en Europe pour élargir la base des investisseurs dans des actifs de PME/ETI. En France, le lancement du fond de financement de l'économie s'est accompagné, en août 2013, d'une réforme du code des assurances¹² pour en élargir le champ des actifs dans lesquels les entreprises d'assurance pourront représenter leurs engagements réglementés.

L'objectif de cette réforme est d'accompagner le besoin de diversification des investissements des assureurs et faciliter le financement de PME/ETI françaises, avec un plafond des engagements des assureurs dans des fonds de prêts fixé à 5% de l'encours global de montants gérés par les assureurs en France (1 800Md€), soit 90Md€. En outre, les sociétés d'assurances

¹¹ « Cartographie 2013 des risques et tendances sur les marchés financiers et pour l'épargne », Risques et Tendances, n°13, AMF

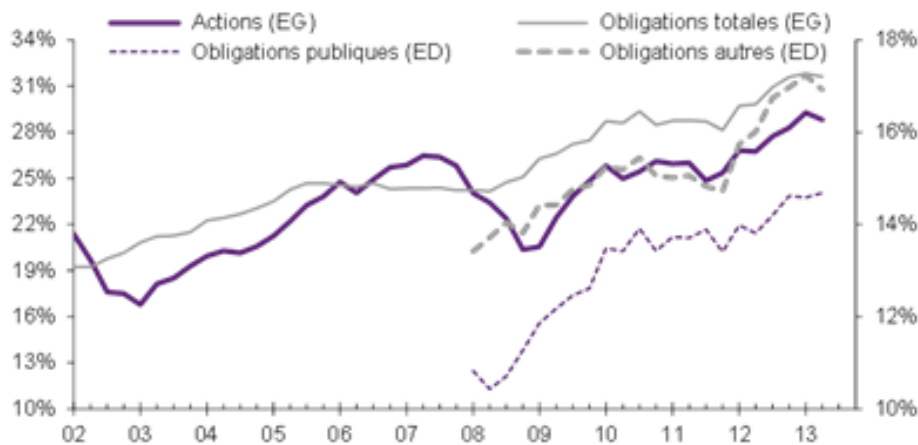
¹² Décret du n° 2013-717 du 2 août 2013 modifiant le Code des assurances en vue de favoriser les investissements des assureurs dans les prêts accordés à l'économie réelle.

ne peuvent concentrer plus de 1% de leurs engagements sur un actif unique. Rappelons qu'en France le financement des PME/ETI par les assureurs est, aujourd'hui, de 42Md€, dont 4,2Md€ de financements nouveaux en 2012 et presque autant en 2013¹³.

Plus récemment, l'arrêté¹⁴ de mise en œuvre concrète de ces investissements a fixé le cadre d'investissement des sociétés d'assurance, notamment en matière d'analyse du risque et précise le cadre d'investissement des sociétés d'assurance dans le fonds de financement de l'économie que nous analyserons plus loin.

Au total, comme le montrent les graphiques ci-dessous, les investisseurs européens diversifient de plus en plus leurs portefeuilles en faveur des produits de dette moyen/long terme. On note en particulier, qu'à partir de 2009, la détention d'actifs obligataires (hors dette publique) est en forte progression, passant de 19% du PIB de la zone euro à plus de 30% du PIB. Le total actif des investisseurs de la zone euro représente près de 80% du PIB de la zone euro, soit près de 900Md€.

Zone Euro : détention d'actifs par les investisseurs institutionnels (en % du PIB valeur)



Source : NATIXIS-01/05/2013

Flux net des UCITS de la zone euro en millions d'euros



Sources : EFEMA, NATIXIS-30/09/2013
Undertaking for Collective Investments in Transferable Securities (UCITS) i.e. OPCVM (excluant Belgique, Chypre, Malte et Estonie)

¹³ Source : FFSA

¹⁴ Arrêté du 9 décembre 2013 relatif aux règles d'investissement des entreprises d'assurance dans des prêts ou des fonds de prêts à l'économie

Zone euro : total actif des investisseurs institutionnels (en % du PIB valeur)



Sources : Datastream, BCE, NATIXIS - 02/07/2013

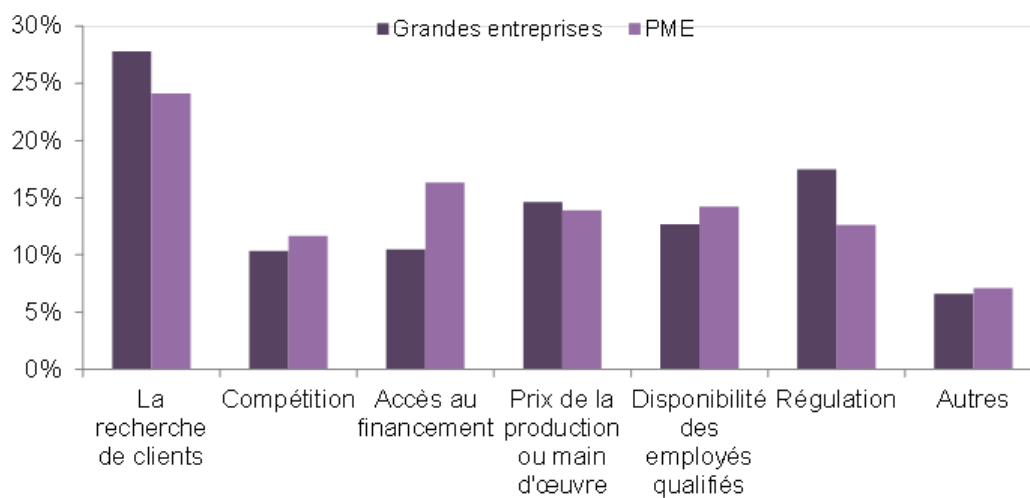
2.4 Développement de l'offre et la demande de financements complémentaires au financement bancaire

L'offre de financement est en profonde mutation avec des conséquences attendues sur les volumes de crédits distribués et l'arrivée de plus en plus importante d'investisseurs institutionnels sur des compartiments de marché en forte croissance comme les placements privés élargis aux PME, les marchés obligataires dédiés aux PME, les fonds obligataires PME, *etc.*

Dans ce contexte, de changement du modèle de financement des entreprises, les enquêtes effectuées par la BCE (cf. graphique, ci-dessous) montrent que les PME/ETI font face à des contraintes de financement plus fortes que les grandes entreprises.

Ce processus de désintermédiation est, aujourd'hui, plus profond et la nécessité de réduire leurs bilans incitent les banques à réorganiser leurs activités de financement et à jouer un nouveau rôle dans le processus de financement des PME/ETI. En effet, les banques se présentent de plus en plus comme les partenaires opérationnels (structuration, exécution, fenêtre de tir, *bridge, etc.*) des entreprises, à la recherche d'une diversification de leurs financements, mais des partenaires des créanciers que sont les fonds d'investissement et les sociétés d'assurance.

Les PME de la zone euro rencontrent plus de difficultés de financement que les grandes entreprises



Source : NATIXIS – 01/09/2013
(% des réponses à la principale problématique des entreprises)

III. Développement de nouvelles offres de financement destinées aux PME/ETI

3.1 Une cartographie des sources de financement des PME/ETI en profonde mutation

La nouvelle cartographie des sources de financement des entreprises en Europe établi par l'Association for Financial Markets in Europe (l'AFME) montre très clairement que les PME/ETI se financent de plus en plus par de nouveaux modes alternatifs : financement structuré, placement privé, produits de titrisation, *etc.* Ce processus est soutenu par les acteurs bancaires, dont le rôle a évolué vers des partenaires opérationnels des entreprises pour la structuration, l'accompagnement sur les marchés, des entreprises à la recherche d'une diversification de leurs financements, mais aussi des créanciers investisseurs.

Nouvelle cartographie du financement des entreprises en Europe

			FUNDING USERS					
			SMEs	Mid-corporates/ large domestics	Multi-national corporates	Infrastructure fund/ developer	Financial sponsors	Real estate
Estimated issuance 2012 (€ billion)			1,000-1,500	1,000-1,500	1,000-1,500	50-100	10-50	100-250
FUNDING ASSET CLASS	Vanilla loans	Term	1,500-2,000					
		Revolving credit facilities/overdraft*	500-1,000					
	Trade finance/ receivables finance							
	Structured finance loans	Leveraged/mezzanine lending	100-250					
		Corporate acquisition	50-100					
		Project finance	10-50					
		Asset/RE finance ^b	100-250					
	Private placement		10-50					
	Capital markets	Bonds	250-500					
		Equity	50-100					
		Asset backed securities /securitisations ^c	50-100					
	Private equity/VC		10-50					
	FX/rates derivatives	Hedging	N/A					

Key: Relative demand by user No/limited demand Medium demand Significant demand

Source: Dealogic, ECB, EVCA, CBRE, Olivier Wyman analysis/assessment, AFME working group assessment

(a) Estimated issuance for RCFs = average drawn facilities outstanding

(b) Stated issuance values represent syndicated loans only, and do not include bi-lateral loans involved in asset/RE finance or acquisitions

(c) Asset backed securities; issuance includes retained securitisations

Source AFME, 2013

L'objet de ce chapitre est de dresser un état des lieux comparatif – à la fin de l'année 2013 - des diverses formes de financement complémentaires du financement bancaire.

3.2 Le marché obligataire

Depuis la crise financière de 2008, et la mise en place des règles prudentielles pour les banques et certaines catégories d'investisseurs, le marché obligataire joue un rôle croissant dans le financement des entreprises. A titre d'exemple, les émissions cumulées en Europe et aux Etats-Unis entre 2004-2008 n'ont représenté que 500Md€, alors que ceux-ci ont représenté plus de 1000Md€ entre 2012 et 2013, comme le notait le rapport FINECO.

Le marché obligataire français est l'un des plus importants d'Europe. Celui-ci représente 35% des émissions internationales en euro et plus de 40% des encours, selon la Banque des

Règlements Internationaux (BRI). Le marché obligataire français est, aujourd'hui, largement dominé par les grandes entreprises qui y ont levé, au cours de ces trois dernières années 70Md€ en moyenne par an.

Le marché obligataire est, aujourd'hui, la principale source de financement des entreprises en France, après le crédit bancaire, selon les données de la banque de France. De nombreuses réformes ont permis d'en renforcer l'attractivité, notamment la réforme de 2010¹⁵, qui a permis la simplification des procédures d'obtention des visa, le choix de la langue requise, un raccourcissement des délais d'instruction, *etc.* pour adapter ses procédures aux besoins du marché obligataire, d'après crise.

Le marché obligataire est traditionnellement scindé en deux « compartiments » : le segment *Investment grade* qui concerne les sociétés les mieux notées par les agences de rating (>BB+ chez S&P et >Ba1 chez Moody's) et le segment *High yield* (haut rendement) pour les entreprises moins bien notées.

2013 a également été une année record pour le marché européen du *High yield*, avec près de 85Md€ levés, soit un triplement de la taille du marché par rapport 2008. 34 % de ces émissions ont été le fait d'entreprises qui émettaient pour la première fois sur le marché obligataire.

La France représente entre 15 % et 20 % de ce compartiment de marché, qui accueille, également, des PME/ETI qui ont l'expérience des marchés financiers et dont les besoins de financement se situent au-delà de 100M€. La taille des émissions, le coût, les obligations d'information, *etc.* représentent un frein à l'élargissement du marché obligataire à des entreprises de taille moyenne.

Emissions high yield en Europe (enMd€)



Source : Natixis, 2013

¹⁵ Réformes menées dans le cadre des travaux du Haut Comité de Place, présidé par Christine LAGARDE :

- Marché Primaire Obligataire : simplification des procédures AMF
- Marché Secondaire obligataire : Rachat de titres de créances sans annulation, dans le cadre de la loi Bancaire et financière, 2010.

3.3 Les placements privés

Une émission de titres financiers est réalisée par placement privé lorsqu'elle s'adresse à un cercle restreint d'investisseurs qualifiés (*i.e.* banques, sociétés d'assurance, fonds de retraite...) dont le nombre est limité à 150¹⁶ et qu'elle repose sur une documentation ad-hoc négociée entre l'emprunteur et les investisseurs, avec généralement l'intermédiation d'un arrangeur.

Un placement privé peut s'effectuer sur une base dite « obligataire », ou « prêt », suivant que la documentation se rapproche plus d'une obligation classique ou d'un prêt. Le placement privé base « obligataire » est un emprunt obligataire placé auprès d'un cercle restreint d'investisseurs du placement privé. Lorsque le placement est base « prêt », il repose sur un contrat analogue à celui d'un crédit bancaire classique et est réalisé, soit sur la base de partenariats entre banques et sociétés d'assurances, soit directement auprès d'investisseurs institutionnels.

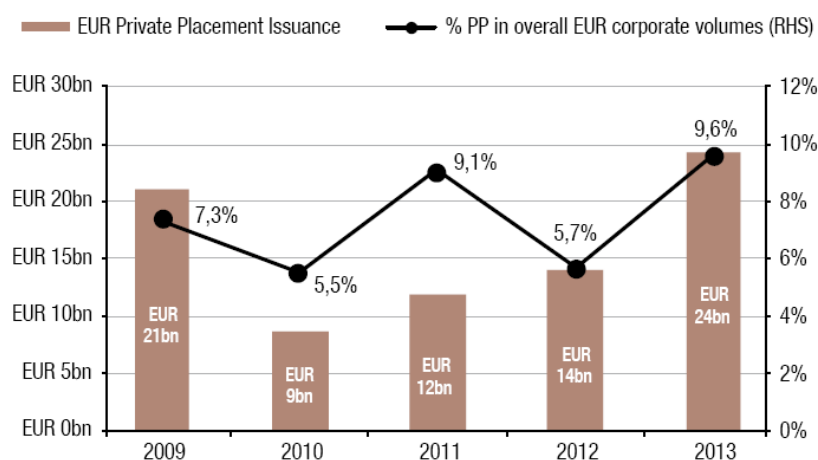
En pratique, les placements privés sont des placements qui font, de ce fait, l'objet d'une négociation de gré à gré sur les termes et conditions du placement.

L'émission sur une base obligataire peut être cotée ou non (Paris, Luxembourg ...). En 2012 et 2013, les assureurs avaient besoin que les titres soient admis aux négociations sur un marché réglementé pour être éligibles à la couverture de leurs engagements réglementés. Pour cette raison, la grande majorité des placements privés euro réalisés en 2012 et 2013 ont donné lieu à une cotation. En l'absence de cotation, l'opération peut ne pas donner lieu à un prospectus.

Les tailles d'émission vont d'une dizaine de M€ à plusieurs centaines (Lactalis, Plastic Omnium, Sanef...), même si la majeure partie est comprise entre 20 et 200 M€ et offre une grande flexibilité en termes de maturités.

En 2013, en Europe, 24 Md€ ont été émis dans le cadre de placements privés, à comparer à 14 Md€ en 2012.

Placements privés en Europe (en Md€)



Source: SG CIB Analytics, Bloomberg

¹⁶ Article L. 411-2 II-2 du code monétaire et financier.

Le placement privé de dette concerne toutes les catégories d'entreprises, grandes et moins grandes, cotées ou non cotées, sans pour autant être soumis au cadre réglementaire contraignant de l'appel public à l'épargne.

Un placement privé de type « prêt » est *a priori* non coté. Il se peut qu'un établissement bancaire proche de l'émetteur soit l'originateur du placement privé, et souscrive pour une partie du placement, aux côtés d'investisseurs institutionnels, mais ce n'est pas toujours le cas.

Le placement privé peut faire l'objet ou non, d'une notation d'une agence. Par ailleurs, dans le cas de certains accords de « sourcing et co-investissements » entre banques et assureurs, il se peut que la banque ait accepté de partager avec l'investisseur sa notation interne de crédit.

3.3.1 Les principales caractéristiques d'un placement privé :

Il est clair que le placement privé présente de nombreux avantages, parmi lesquels :

- **Choix ciblé et maîtrisé des investisseurs :** les placements privés sont effectués auprès d'un nombre limité d'investisseurs institutionnels, sociétés de gestion, sociétés d'assurances, caisses de retraites, *etc.*, français, ou même internationaux.
- **Obligations d'informations plus limitées et moins contraignantes,** avec une documentation plus légère que pour une émission publique de dette (en cours de standardisation en ce qui concerne les Euro PP) et adaptée au profil de l'entreprise émettrice.
- **Une grande latitude de taille d'émission :** c'est l'un des enjeux majeurs du placement privé. Celui-ci en théorie ne fixe pas de limite au montant émis. On considère que le plancher pour les placements privés est actuellement de l'ordre de 10 à 15M€ ;
- **Pas forcément cotées sur un marché ni notées par une agence de notation.** Deux tiers du montant des capitaux levés dans le cadre de placements privés aux États-Unis en 2012 l'ont été par des émetteurs non notés.
- **Covenants moins contraignants et plus proches de ceux des prêts bancaires classiques.**

3.3.2 Des marchés différents

a. US Private Placement (USPP)

C'est d'abord aux États-Unis que le compartiment des placements privés s'est développé aux cours de ces deux dernières décennies.

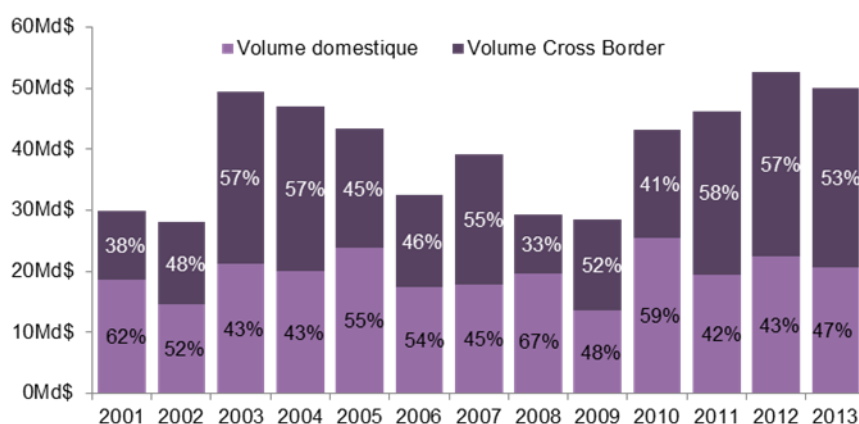
Les principales caractéristiques du marché des USPP :

- Notation américaine (NAIC)
- Pas de cotation
- Documentation allégée

- Investisseurs presque exclusivement constitués d'assureurs et de fonds de retraite
- Financement de 75 millions à plus d'1Md€ pour des maturités allant de 7 à 15 ans, avec une nette préférence pour les financements longs, de 10 ans et plus.
- Concerne aujourd'hui, essentiellement les grandes entreprises. S'ouvre aux PME/ETI américaines, mais reste quasi inaccessible aux PME/ETI européennes
- Généralement levées des fonds en USD, avec une ouverture progressive vers l'Euro

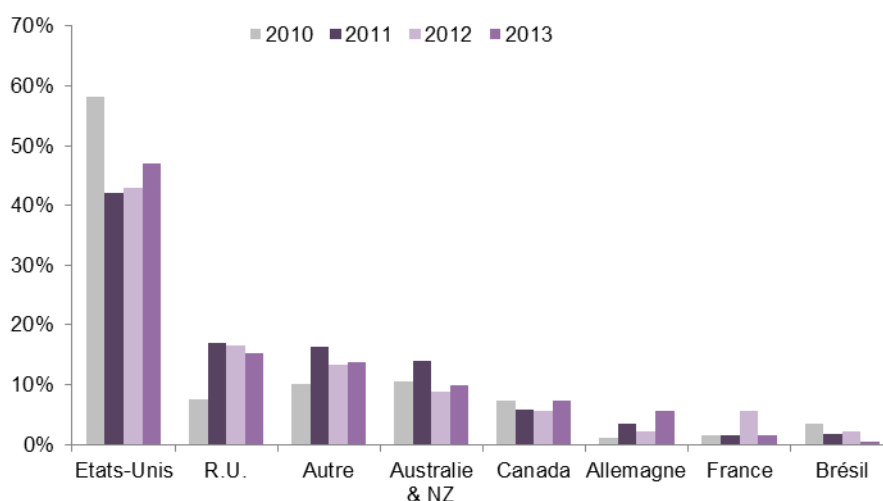
Les émissions de US Private Placement (USPP) ont atteint 55 milliards de dollars en 2013, soit une progression de 10% par rapport à 2011. Les émetteurs américains représentent environ 45% des émissions en USPP réalisées en 2013. Les émetteurs européens réalisent une part importante de ces émissions – en provenance principalement du Royaume-Uni, avec près de 16% des volumes de capitaux levés en 2013, soit autant qu'en 2012. On note également la présence d'émetteurs d'Allemagne (5% en 2013), des Pays-Bas et de France. Les émetteurs de type « industriels » et « utilities » représentant près de 50% des volumes levés en USPP en 2013.

Évolution historique des volumes d'USPP (Md\$)



Sources : NATIXIS – 31/12/2013

Historique des volumes USPP par origine de l'émetteur (en %)



Sources : NATIXIS – 31/12/2013

Pour une PME française, le marché américain reste peu accessible (*roadshows* coûteux et contraignants, faible notoriété des émetteurs, qualité de crédit insuffisante, incompatibilité de devises, etc...). Aujourd'hui, seules les grandes entreprises européennes et françaises ont accès au marché des USPP. Elles le font généralement pour lever des fonds en USD.

Ce type d'émissions a fortement progressé, au cours de ces dernières années, avec la baisse des engagements des fonds monétaires US auprès d'emprunteurs européens et notamment français. En effet en 2011, les banques françaises ont été confrontées à une crise des liquidités en dollars. Elles ont compensé le désengagement des fonds monétaires américains (140 Mds USD) par des lignes avec la banque centrale et d'autres financements de marché coûteux (en termes de collatéraux, notamment)¹⁷. De nombreuses entreprises françaises ont eu recours à des solutions alternatives, notamment aux USPP, pour un financement en USD.

Pour les grands émetteurs européens, cette forme d'émission leur permet d'éviter une levée de fonds en USD directement sur les marchés financiers américains et allège ses contraintes en matière d'obligation d'information. Ainsi en 2012, Air Liquide a levé plus de 700 M\$ sur le marché des USPP, Essilor 300M\$ auprès de 18 investisseurs, Safran 1,2 Md\$ de dettes auprès de sociétés d'assurance, qui sont les principaux investisseurs sur ce marché.

Parmi les principales évolutions récentes du marché des USPP, on note l'émergence progressive de tranches Euro, permettant aux entreprises européennes de lever directement des fonds en euro aux Etats-Unis. Cette évolution vise sans nul doute à permettre de continuer à attirer les entreprises européennes, malgré le développement des marchés de placements privés en Europe.

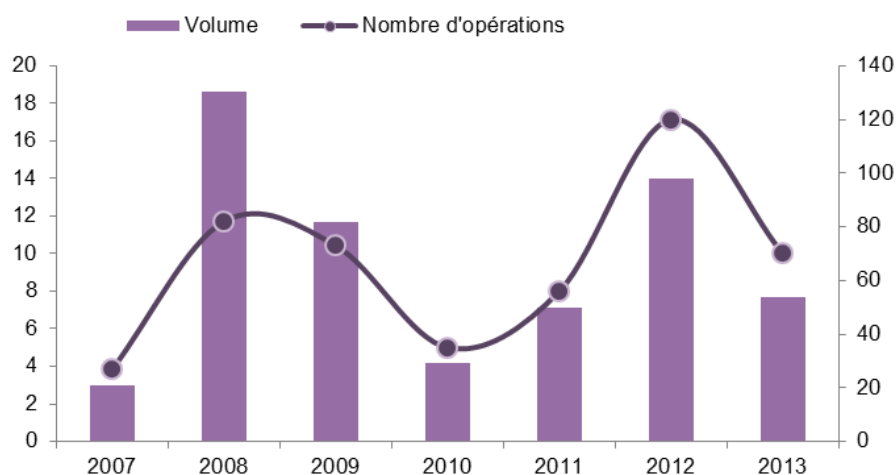
b. Le *Schuldschein* allemand

Le *Schuldschein* est le modèle allemand du placement privé. **Les principales caractéristiques du marché du *Schuldschein* :**

- Contrat de droit allemand, type « prêt »
- Pas de notation de l'émission
- Pas de cotation
- « *Covenants* » demandés par les investisseurs
- Documentation allégée
- Base d'investisseurs constituée principalement par des banques (notamment banques régionales allemandes) et dans une moindre mesure des assureurs. Faible participation des gestionnaires d'actifs
- Financement de 50 à 300M€ pour des maturités allant de 3 à 10 ans mais avec une prédilection pour les maturités plutôt courtes (50% < 5 ans ; 75% < 7 ans) en 2013
- Concerne aujourd'hui, également les PME/ETI allemandes et européennes de grande notoriété
- Généralement les levées se font en Euro. Mais développement ces dernières années de levées de fonds en USD, GBP et CHF

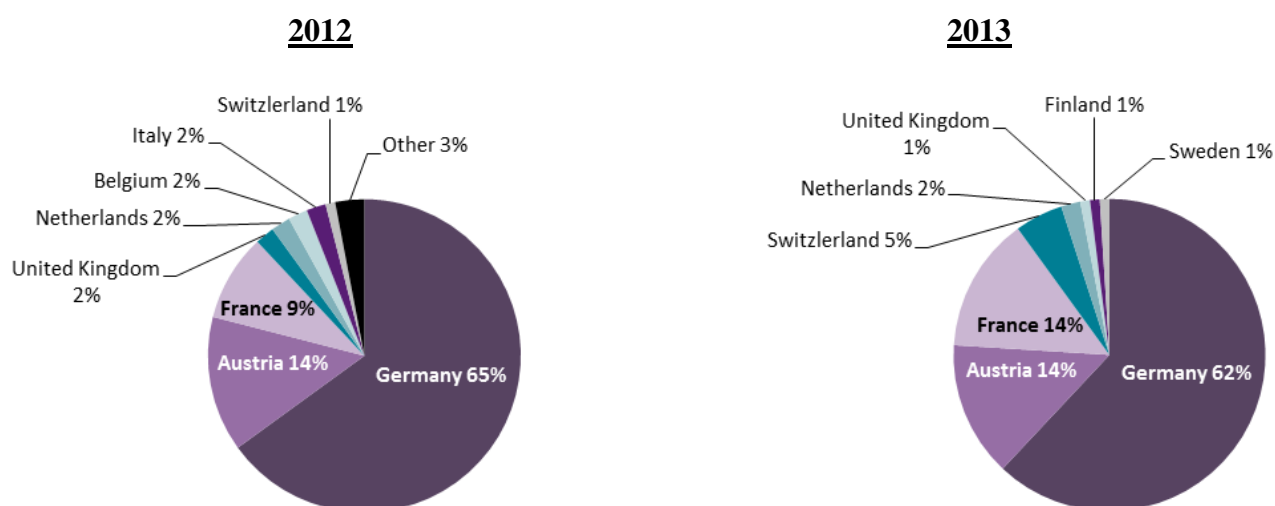
¹⁷ Flash Economie : Les banques françaises dans la tourmente des marchés monétaires, Natixis, 2012

Emission de *Schuldschein* (enMd€)



Sources : Loan Market Association février 2014

Emissions de Placements Privés pays d'origine de l'émetteur (2012/ 2013)



Sources : Loan Market Association février 2014

Ce modèle de marché, qui comme les USPP, a confirmé son efficacité pour les grandes entreprises domestiques (c'est-à-dire allemandes dans le cas du *Schuldschein*), s'est progressivement ouvert aux PME/ETI domestiques (plus rapidement que le marché des USPP) et s'est progressivement élargi aux entreprises étrangères, de notoriété internationale.

Contrairement au marché des USPP, qui est essentiellement au format « obligataire », le marché du *Schuldschein* est essentiellement au format « prêt ». Le marché allemand connaît une croissance importante, après avoir fortement ralenti depuis la crise financière de 2008. Ainsi, en 2012, les capitaux levés ont représenté près de 14Md€ pour plus de 110 émetteurs, soit 104 % de croissance par rapport à l'année 2011. Cette tendance s'est ralentie en 2013, puisque le montant émis, selon la banque allemande IKB¹⁸, représentent un peu moins de

¹⁸ German Market Outlook 2014 Mid Cap Financial Markets in Times of Macro Uncertainty and Tightening Bank Regulations

8Md€. Sur ces 5 dernières années (2009 – 2013), le montant levé moyen sur le marché du *Schuldschein* a été de 9,2Md€. Le nombre d'opérations est également en retrait par rapport à 2012, avec 65 transactions en 2013. La croissance de long terme de ce compartiment de marché se poursuit selon KBC et gagne en maturité. L'année 2013 a été caractérisée par :

- **Une majorité d'émetteurs a émis sans notation.** Ce marché reste dominé par des émetteurs non notés, qui ont représenté près de 85% des émissions en 2013. Il sera intéressant de suivre comment va évoluer l'usage de la notation en 2014.
- **Une hausse du nombre d'entreprises émettant pour la première fois.** En 2013, plus de la moitié des émetteurs accédaient à ce marché pour la première fois (« debut issuer »). L'expérience a montré que, pour les PME/ETI, le recours à un financement en *Schuldschein* constitue parfois la première étape vers un recours plus large et plus diversifié aux marchés financiers.
- **L'apparition de premières tranches USD ainsi qu'en GBP et CHF.**
- **Un allongement des maturités : de 3-5 ans en 2012 à 5-10 ans en 2013,** fonction du secteur d'activités des entreprises.
- **Les investisseurs allemands continuent à représenter plus de la moitié des fonds levés.** Néanmoins, nous assistons à une hausse de la participation des investisseurs étrangers, notamment asiatiques, et également français, avec le développement d'émissions réalisées par des émetteurs français.
- **Les industries fortement capitalistiques dominent ce marché** (industries, utilities, automobile, etc).

En 2013, un tiers¹⁹ des émetteurs étaient étrangers, essentiellement européens. Les PME/ETI européennes, notamment françaises présentes sur ce compartiment de marché. Les émetteurs français (PME/ETI et GE) ont représenté 14% des volumes émis. Parmi les PME/ETI françaises ayant levé des fonds au cours de ces deux dernières années, on compte Eurofins Scientific (180M€), Etam (40M€), Bureau Veritas (193M€), Bel (225M€), etc.

Du côté investisseurs, selon une étude PWC²⁰, confirmé par de nombreux investisseurs français interrogés dans le cadre de cette étude, bien que la majorité des investisseurs sur le marché des *Schuldschein* soient, aujourd'hui, des banques et sociétés d'assurance allemandes, on observe une présence de plus en plus grande d'investisseurs internationaux sur ce compartiment de marché, notamment des filiales de banques asiatiques basées en Allemagne. A titre illustratif, le placement des titres du français Neopost a été effectué auprès d'investisseurs taiwanais.

c. L'Euro Placement Privé (Euro PP)

Inspiré par le succès croissant du marché du *Schuldschein* allemand (qui a attiré ces dernières années un volume croissant d'émissions de sociétés françaises) et l'USPP américain, la place financière de Paris a développé un nouvel outil de levée de dette MLT, le placement privé Euro, appelé EuroPP.

Même si, depuis la création de ce marché, plus de 90% des émissions ont concerné des émetteurs français, très majoritairement placées auprès d'investisseurs institutionnels français,

¹⁹ Source HSBC, janvier 2014

²⁰ "In the debt markets, An insight into current market conditions", PWC, juin 2013

celui-ci a vocation à être un outil de financement ouvert à tout type d'émetteurs et d'investisseurs.

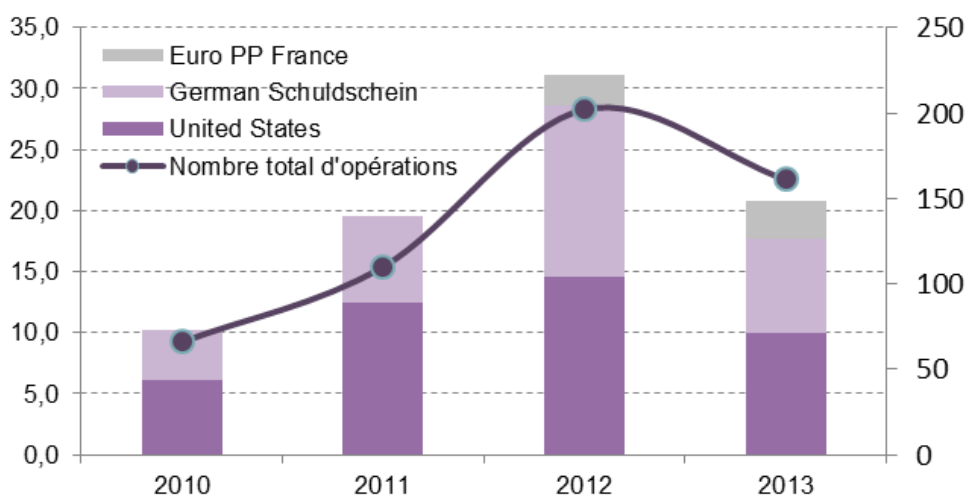
Les principales caractéristiques du marché des EuroPP :

- Pas de notation, même si elle reste possible.
- Cotation possible, mais pas obligatoire (la cotation peut être demandée voire exigée par les investisseurs).
- Documentation allégée.
- Financement de 15 à 250M€ pour des maturités allant de 3 à 7 ans, mais avec une prédilection pour la tranche 5-7 ans (85% des volumes en 2013).
- Concerne, aujourd'hui, principalement des émetteurs français, mais a vocation à concerner aussi des émetteurs d'autres pays européens.
- Généralement les levées se font en Euro.

En France, ce compartiment de marché est en croissance, le montant total des placements privés obligataires s'élevait à environ 3Md€, en 2012, et près de 4Md€ en 2013 (cf. Annexe 2).

Marché européen du Placement Privé

(enMd€)



Source : Natixis, 31 décembre 2013

Les entretiens menés dans le cadre de cette étude ont montré qu'en France :

- les PME/ETI françaises ayant eu recours aux placements privés ont privilégié cette procédure pour lever des fonds car elle leur donne accès à une nouvelle source de financement sur le marché, sans contrainte de notation, et avec une documentation quasi identique à celle d'un prêt bancaire classique. Le profil des premières PME/ETI émettrices est de type *Investment grade*, peu endettées et souvent cotées. L'information financière est pour la majorité de ces entreprises largement disponible pour les investisseurs. Le défi est, aujourd'hui, d'élargir les placements privés à des entreprises non cotées.
- Pour les investisseurs français, le placement privé représente un nouveau véhicule d'investissement qui offre un couple rendement-risque très attractif, notamment pour les sociétés d'assurances et caisses de retraite. Le marché est, aujourd'hui, soutenu par une quinzaine d'acteurs, principaux investisseurs et banques de la Place financière de Paris, ayant les capacités de se doter d'équipes d'analyse crédit. Leur rôle

d'entraînement et de dynamisation du marché est essentiel, notamment durant la période d'amorçage et de structuration de ce compartiment de marché, notamment pour instaurer la confiance des investisseurs pour en élargir la base.

Le marché des placements privés de prêts reste, pour sa part, marginal, mais offre un potentiel de croissance important, grâce notamment à la relation de proximité PME-banque. Celui-ci qui se développe en France depuis 2012, soit sur la base de partenariats entre banques et assurances (CA-CIB/Axa, Société Générale/Axa, BNP Paribas/Cardif, HSBC/Amundi), soit grâce à la création de fonds de placements privés au format « prêt » (Amundi, Lyxor, etc.).

Selon les prévisions de la Société Générale, le marché des placements privés en Europe (obligataire et prêt) devrait représenter à moyen long terme près de 60Md€, dont 25% en France, représentant le marché offrant le plus grand potentiel de croissance dans les années à venir.

Pour attirer les investisseurs internationaux, et notamment, ceux présents sur le marché des *Schuldschein*, et développer de nouvelles solutions de financement pour les PME/ETI françaises, il est urgent de structurer le marché français des EuroPP et veiller à son développement au cours des prochaines années dans des conditions de sécurité et de bon fonctionnement. Le travail actuellement en cours sous l'égide de la CCIP, de la Banque de France et des associations professionnelles de la place de Paris, pour la mise en place d'un guide de bonnes pratiques, représente une étape essentielle dans ce sens.

LES PRINCIPAUX FORMATS DE PLACEMENTS PRIVES (ET COMPARAISON AVEC LES EUROBONDS)

		Euro PP Obligataire	Euro PP Format Prêt	Schuldschein	US PP	Euro Bond
MARCHE	Volume réalisé en 2013 (en Md€)	3,9		8,1	60	7
	Nombre d'opérations réalisées en 2013	42		65		
INVESTISSEURS	Diversification Base Investisseurs	Assureurs, caisses de retraite et sociétés de gestion d'actifs français Nb d'investisseurs: environ 40	Assureurs et banques français	Filiales de banques, assureurs et sociétés de gestion allemands et internationaux Nb d'investisseurs: environ 400	Assureurs et fonds de pension US et UK Nb d'investisseurs: environ 50	Caisse de retraite, sociétés de gestion, banques et assureurs Nb d'investisseurs: >500
STRUCTURE	Taille des opérations	EUR50m+		EUR50m+	USD50m+	EUR250m+
	Maturité	3 à 7 ans	3 à 7 ans	3 à 10 ans avec diverses tranches possibles Liquidité profonde à 5 ans	5 à + 10 ans avec diverses tranches possibles	3 à 100 ans liquidité plus profonde à 5 ans
	Devise	EURO	EURO	Généralement EURO (USD, GBP, CHF)	Généralement USD (EURO, GBP, CAD)	EURO
	Structures	In fine Multi Tranche - Fixe		In fine ou Amortissement Multi Tranche - Fixe et/ou Variable	In fine ou Amortissement Multi Tranche - Fixe	In fine Single Tranche - Fixe
EXECUTION	Marketing	1-1 meetings	1-1 meetings	Roadshow à Frankfurt	2 - 3 Roadshows aux Etats-Unis principalement	2 Roadshows
	Coûts d'exécution (excl. Frais bancaires)	EUR100k (coûts juridiques)	n/a	EUR20k (coûts agent)	USD150k (coûts juridiques et de roadshow)	EUR120k (coûts juridiques et de roadshow)
	Temps d'exécution (en nombre de semaines)	6	6 à 8	6 à 8	6 à 12	4 à 6
	Coût de Financement	Légèrement plus favorable qu'une obligation non notée car base investisseurs domestiques		Attractif principalement sur le milieu de la courbe	Attractif principalement sur la partie longue de la courbe	Surcoût si non notée
CADRE JURIDIQUE ET LEGAL	Documentation Phase préparatoire	Documentation obligatoire Prospectus Droit français ou anglais Phase préparatoire limitée	Documentation bancaire, type LMA	Contrat de droit allemand Phase préparatoire limitée	Note purchase agreement Droit NY Phase préparatoire intense	Documentation obligatoire Prospectus Droit français ou anglais Phase préparatoire importante
	Covenants	Covenants financiers step-up coupon (au cas par cas)	Covenants de type bancaires	Covenants de type bancaire	Covenants financiers	Pas de covenants financiers si Investment Grade Covenants si High Yield
	Confidentialité	Opération généralement publique	Opération 100% confidentielle	Opération semi-confidentielle	Opération semi-confidentielle	Opération publique
	Cotation	OUI ou NON	NON	NON	NON	OUI
	Notation	OUI ou NON	NON	NON (85%)	NAIC	OUI (majorité)
	Normes Comptables	Pas d'exigence	Pas d'exigence	Pas d'exigence	IFRS ou US GAAP	Pas d'exigence
	Commentaires	<u>Points forts:</u> grand flexibilité sur montants exécution discrète marketing ciblé <u>Points faibles:</u> euro uniquement cotation Bourse	<u>Points forts:</u> opération totalement confidentielle <u>Points faibles:</u> marché peu profond euro uniquement maturité limitée	<u>Points forts:</u> grande flexibilité sur montants documentation légère <u>Points faibles:</u> notoriété en Allemagne souhaitable	<u>Points forts:</u> grande flexibilité sur montants et maturités règlement différé possible longues maturités possibles <u>Points faibles:</u> financement USD	<u>Points forts:</u> marketing public base d'investisseurs européens <u>Points faibles:</u> roadshows européens

3.4 L'offre au public

L'offre au public, c'est-à-dire les placements de titres de créances, obligations, auprès d'un large public, pour apporter des financements par émission d'obligations aux PME, est une priorité au plan mondial depuis la crise financière de 2008. Inspirées des marchés obligataires pour les grandes entreprises qui fonctionnent efficacement (bien qu'ils aient montré une grande fragilité, mais cependant sans jamais rompre, durant les périodes de tension), plusieurs grandes places financières internationales ont développé, au cours de ces cinq dernières années, une offre obligataire dédiée aux PME/ETI, pour faciliter les levées de fonds en dette réalisées auprès d'investisseurs, à la fois institutionnels et particuliers.

En Europe, plusieurs solutions sont proposées : Euronext a mis en place, en 2012, l'offre IBO (*Initial Bond Offering*), alors que London Stock Exchange (LSE) a lancé, en 2010, le ORB (*Order Book for Retail Bonds*), l'Allemagne a mis en place une série de marchés obligataires régionaux, BondM à Stuttgart, M:access à Munich, *Mittelstandsmarket* à Düsseldorf, *Mittelstandsbörse* à Hamburg-Hannovre, l'Italie a lancé les « mini bonds », l'Espagne le Marf, etc.

L'ensemble de ces offres, qui n'adoptent pas la même approche, présentent des caractéristiques communes qui répondent aux besoins spécifiques de PME/ETI :

- Absence de dilution du capital : il s'agit de titres de créance, sans incidence sur le capital de la société.
- Pas de nécessité d'obtenir l'aval de l'assemblée générale, contrairement aux augmentations de capital.
- Pas de sûretés et des covenants limités, contrairement au financement par le crédit bancaire, souvent adossé à des sûretés. Les investisseurs institutionnels exigent en revanche des covenants en termes de niveau de fonds propres, ratios d'endettements, etc.

Toutes ces offres visent une large base d'investisseurs institutionnels, nationaux et internationaux. Elles s'adressent, également, à des particuliers (bien qu'en Europe les ménages aient un accès différencié aux marchés obligataires), à la recherche de rendements.

L'objectif de ce chapitre est d'analyser les différentes offres européennes.

3.4.1 L'IBO, l'offre obligataire d'Euronext

Euronext a introduit, en 2012, un nouvel outil de financement obligataire destiné aux PME ETI, appelée IBO, pour « Initial Bond Offer », en référence à l'IPO. L'IBO vise à mettre en place une procédure d'offre au public de titres obligataires désintermédiée et centralisée par l'opérateur de marché, Euronext en utilisant les techniques de l'IPO.

Il s'agit d'une émission obligataire par offre au public, ce qui permet de solliciter tout type d'investisseurs : investisseurs institutionnels, fonds de capital investissement, banques privées et investisseurs particuliers. Ces derniers pourront investir sur des produits sur lesquels ils n'avaient pas l'opportunité de se positionner en direct jusqu'à présent et placer leur épargne dans des produits à rendement élevé. L'objectif de ce nouvel outil est de drainer une partie de l'épargne publique vers des produits financiers proposant des rendements supérieurs à ceux généralement proposés à l'heure actuelle.

Il s'agit à la fois d'un outil de financement non dilutif et d'un outil offrant de la visibilité par le biais d'une campagne de communication.

Principales caractéristiques de l'IBO :

- Offre ouverte à toutes les PME cotées et non cotées, pour une levée de fonds minimum de 5M€,
- Nécessité de prospectus visé par l'AMF : il s'agit d'une offre au public (anciennement l'appel public à l'épargne.)
- Nécessité d'une notation par une agence agréée par l'European Securities and Markets Authority (ESMA)²¹. La notation peut être utilisée pour justifier un spread plus faible pour l'émetteur et surtout pour apporter des éléments d'information analytique clés aux investisseurs notamment sur les risques de défaillance de l'entreprise.
- Listing Sponsor pour les émissions sur Alternext. Le listing sponsor va conseiller et accompagner les PME ETI dans le cadre de sa levée obligataire.

Quatre premières IBO ont été réalisées par des PME-ETI sur Euronext et Alternext - AgroGénération, Capelli et Homair - qui ont chacune levé entre 7,3 et 15M€, pour des maturités allant de 5 à 6 ans. Le groupe immobilier Réalités, a été la première PME non cotée à émettre sur la Place de Paris en juillet dernier.

La distribution des obligations de PME se fait très marginalement, encore, via les réseaux bancaires et les sites de brokers on line, tels que Boursorama, voire via des plateformes électroniques dédiées (telle que « *My Subscriptions* » lancée en 2013 par BNP Paribas).

3.4.2 L'offre obligataire en Allemagne, BondM

BondM a été lancé par le Stuttgart Stock Exchange en 2010. A la fin du premier semestre 2013, celui-ci représentait un encours de plus de 4Md€, pour près de 100 émissions depuis son lancement. Il est en passe de réussir le challenge de la mise en place d'une négociation secondaire sur trois plateformes boursières (Stuttgart, Düsseldorf et Francfort).

Les émetteurs sont exclusivement, aujourd'hui, des PME/ETI allemandes localement réputées dans leur secteur d'activité, et de secteurs très variés : automobile, industries manufacturières, biens de consommations, agro-alimentaire, distribution, nouvelles énergies *etc.*

Les émetteurs sont autant des entreprises cotées que des entreprises non-cotées, pour certaines n'ayant jamais eu aucune expérience de levées de fonds *via* les marchés et aucune culture obligataire. La grande majorité des entreprises sont des PME/ETI, avec des chiffres d'affaires allant de 20M€ à 100M€ en moyenne.

BondM a mis en place une offre commerciale qui accompagne la PME/ETI à chaque étape du processus d'émission, du *coaching* des équipes et de la direction à la mise à l'émission, en passant par les contacts avec la banque sponsor, *etc.*

La taille des émissions est comprise entre 20M€ et plus de 220M€. La taille moyenne se situe entre 50 et 75M€ pour une maturité moyenne de 5 ans (2,7 ans à 6,2 ans), ce qui élargit le

²¹ 5 agences de notation identifiées par NYSE Euronext : Scope Credit Rating, Euler Hermes Rating, Creditreform, Rating, GBB-rating et Companhia Portuguesa de Rating

spectre des PME de petites tailles, qui peuvent accéder à ce marché. Le ticket moyen des investisseurs est de 2 000 euros à 15 000 euros.

La base d'investisseurs est donc essentiellement retail²². Cependant, la hausse de ce marché attire de plus en plus d'investisseurs institutionnels, broker/dealer, banques d'investissement, *family offices*, etc. Ces investisseurs sont allemands, mais également, suisses, luxembourgeois, et autrichiens.

En Allemagne, les agences de notation spécialisées dans l'évaluation des PME/ETI jouent un rôle essentiel dans l'information des investisseurs, la taille du marché allemand devenant suffisamment important pour permettre le développement d'une offre de notation adaptée aux PME/ETI, autre que celle des trois grandes agences de notation.

Les difficultés rencontrées par certaines entreprises du secteur des nouvelles énergies n'ont pas eu de conséquences majeures sur le développement de ce compartiment de marché en Allemagne. Pour 2014, les perspectives de croissance, au regard du contexte économique européen de reprise progressive, sont estimées en hausse de 5% à 10% par l'agence de notation Scope, tirées essentiellement par des opérations de refinancement et les PME exportatrices.

3.4.3 Italie : ExtraMot Pro (Mini-Bond)

Le Mini bond, n'est pas un marché mais un produit de financement, titre de créances (obligation), créé en 2012.

En 2012, l'Italie a lancé une vaste réforme²³ de son système de financement de l'économie et des entreprises italiennes. Cette réforme a créé les conditions pour accélérer la diversification du financement des PME italiennes, avec pour objectif de faciliter l'accès des PME/ETI non cotées au financement direct par les marchés financiers. Cette réforme s'est appuyée notamment sur :

- Réforme du marché obligataire et création des mini-bonds. Les "mini-bonds" sont des titres de créances qui reprennent le mécanisme des eurobonds (ou euro-obligations).
- Incitations fiscales mises en place qui concernent les :
 - Investisseurs institutionnels étrangers (totale exonération) ;
 - PME émettrices (notamment, déduction des frais liés à l'émission obligataire), dès lors que l'émission concerne un titre de créance négociable sur un marché réglementé ou sur un MTF pour le cas des Mini-bonds, négociés sur ExtraMOT Pro de Borsa Italiana.
- Mise en place d'un cadre facilitant la titrisation de créances de PME, notamment par les établissements bancaires.

Un an après le lancement de cette réforme une vingtaine de mini bonds ont été émis par plus d'une dizaine d'ETI, de taille importante, qui ont permis de lever plus de 5Md€²⁴, dont certaines émettaient pour la première fois sur un marché financier.

²² 40% se déclarant « *High net worth* », selon le SME EU report, oct. 2013

²³ La réforme a été introduite par le décret n° 83 du 22 juin 2012, inscrit dans la loi 134/2012 (appelé Decreto Sviluppo), amendé par la loi décret 179 du 18 octobre 2013 inscrit dans la loi 221/2012.

²⁴ "Is there a market for mini-bonds in Italy? A Snapshot of unlisted companies", Cerved Group, 2013

3.4.4 Royaume-Uni : the Order book for Retail Bonds (ORB)

L'ORB est d'abord un marché dédié aux grandes entreprises, lancé en février 2010 par le London Stock Exchange (LSE). Celui-ci a récemment été ouvert aux PME/ETI. Depuis son lancement, plus de 4,8Md€ ont été levés sur l'ORB, dont près de 980M€ en 2013, à comparer à 1,8Md€ en 2012. Seules 2 PME non cotées ont levé des fonds sur ORB. Il s'agit, du premier marché de dette au Royaume-Uni où les investisseurs particuliers peuvent investir directement. Le premier ticket est à moins de 1000 euros.

D'autres types d'investisseurs sont présents sur le marché : *broker retail*, gérants de fortunes, *etc.* La grande majorité des investissements est canalisée par les gestionnaires de patrimoine discrétionnaires ou courtiers conseils, qui font leur propre analyse de crédit et de l'information financière, pour à la fois investir directement et élaborer des conseils en investissement pour une clientèle privée.

L'ouverture de l'ORB aux investisseurs *retail* impose un niveau élevé de transparence et d'information des investisseurs et de sélection des entreprises émettrices. Ce qui a eu pour conséquence de n'attirer que des ETI, qui bien souvent disposent d'une notation. L'ORB offre également un marché secondaire pour l'ensemble des titres émis.

La taille des émissions est comprise entre 20M€ et plus de 300M€. La taille moyenne se situe à 75M€. La maturité est de 5-10 ans, avec une durée moyenne à 7,75 années. A ce jour, seules 2 sociétés non cotées ont émis des obligations sur l'ORB.

3.4.5 L'Espagne : Marf

Le Marché alternatif obligataire espagnol (Marf), lancé en octobre 2013, a pour ambition de devenir la principale plateforme de financement des ETI espagnoles par émission d'obligations et de billets à ordre. Bien qu'il n'y ait aucune limitation en termes de taille d'émissions, celles-ci devraient avoir une taille minimale de 20M€ avec une maturité maximale de 5 ans et environ 800 entreprises sont susceptibles d'émettre sur ce marché. Les premières opérations sont attendues en 2014.

Marchés obligataires « retail » en Europe

		Initial Bond Offering (IBO) NYSE Euronext France	BondM Stuttgart Stock Exchange Allemagne	Mini-Bond Italie	Order book for Retail Bonds (ORB) London Stock Exchange Royaume Uni	Marché Alternatif de Revenus Fixes (Marf) Bourse de Madrid Espagne
MARCHE	Année de Création	2012	2010	2012	2010	2013
	Encours depuis création	EUR55m	EUR4mds	EUR3mds	EUR4mds	EUR50m
	Nombre d'opérations réalisées depuis création	4	100	10		1
INVESTISSEURS	Diversification Base Investisseurs	Investisseurs institutionnels, fonds de capital investissement, banques privées et investisseurs particuliers	Essentiellement investisseurs particuliers mais compte de plus en plus d'investisseurs institutionnels, broker/dealer, banques d'investissements, family offices, etc. allemands, mais également, suisses, du Luxembourg, et autrichiens	Investisseurs institutionnels étrangers	Investisseurs particuliers, broker retail, gérants de fortunes...	Investisseurs institutionnels ou professionnels tels que les compagnies d'assurance
	Taille des opérations réalisées	EUR7- 15 millions	EUR 50 - 75 millions		£25 - 250 million	taille minimale de 20 millions d'euros
STRUCTURE	Maturité	5 à 6 ans	5 ans	maturité minimale de 3 ans	de 5 ans à 10 ans	maturité maximale de 5 ans
	Devise	EURO	EURO	EURO	GBP	EURO
EXECUTION	Marketing	Campagne publicitaire	Via les agences de notation spécialisées dans l'évaluation des PME ETI qui jouent un rôle essentiel dans l'information des investisseurs		Campagne publicitaire	
	Avantage fiscal			*totale exonération pour les investisseurs institutionnels étrangers *déduction des frais liés à l'émission obligataire, les coupons versés sont intégralement déductibles pour les PME émettrices		incitation fiscale pour l'investissement dans les obligations émises par les PME
CADRE JURIDIQUE ET LEGAL	Documentation Phase préparatoire	Prospectus obligataire visé par le régulateur	Prospectus obligataire visé par le régulateur	Prospectus	Prospectus obligataire visé par le FSA	Prospectus
	Covenants					
	Notation	Listing Sponsor requis sur Alternext	Lead Manager or BondM Coach		Market maker requis	
	Normes Comptables	Notation par une agence de notation accréditée par l'ESMA	Notation par une agence de notation indépendante			
	Normes Comptables	Normes comptables françaises ou IFRS selon le marché Alternext ou Euronext	Pas d'exigence	Pas d'exigence	Pas d'exigence	Pas d'exigence
	Commentaires	Attirer des investisseurs particuliers rassurés par la notation de l'émetteur. Les Régulateurs et le comité de listing de Euronext utiliseront la notation comme une information clé dans leur approbation. Une notation peut permettre de justifier un spread plus faible et par conséquent un coût d'émission plus attractif		Ces mini-bonds seraient garantis par les États ou la Banque européenne d'investissement.		

3.5 Les émissions mutualisées ou groupées

Pour satisfaire les besoins de certaines de PME/ETI ne pouvant pas accéder directement au financement obligataire, type IBO, ou à des placements privés pour des raisons de taille et/ou de montant à lever, des émissions obligataires groupées ou mutualisées se sont développées. Celles-ci prennent la forme d'un fonds commun de titrisation (FCT), type GIAC ou encore d'un fond commun de placement (FCP), type MICADO.

Ces solutions se développent rapidement depuis la crise financière de 2008²⁵. L'idée étant de constituer un portefeuille d'entreprises souhaitant lever des montants unitaires peu élevés, en rassemblant les besoins d'un certain nombre de sociétés diversifiées (par secteur d'activité, par région, ...).

Concrètement, les fonds mutualisés apportent :

- **Pour les PME/ETI une solution d'accès aux marchés financiers dans des conditions compétitives :**
 - des frais d'émission amortis : la mutualisation permet au fonds d'atteindre une taille critique d'émission, qui permet d'intéresser les investisseurs institutionnels et d'amortir les frais d'émission (*road shows*, notation, commission de placement, frais de cotation, juridiques...).
 - et une notation rehaussée : les titres émis obtiennent mutuellement une notation supérieure à la notation moyenne des sociétés participantes, de par la dispersion des risques (unitaires, sectoriels, géographiques). Cette notation peut, en outre, être rehaussée par l'apport d'une garantie de remboursement des titres (par exemple par un établissement tel qu'Oséo, ou le FEI – Fonds européen d'investissement et/ou la BEI).
 - des éléments de structurations spécifiques, comme par exemple un fonds de garantie mutualisée constitué par les sociétés participantes, permettant d'apporter par ailleurs des gages de sécurité très appréciés des investisseurs²⁶.
- **Coté investisseurs :** la mutualisation leur permet d'accéder à moindre coût à une dette obligataire de type *High yield*, structurée de manière à optimiser le traitement prudentiel : cotation des titres sur un marché réglementé et notation interne ou externe de très bonne qualité, etc.

Ce type de financement n'est pas nouveau en France, mais son usage s'est accéléré pour répondre à l'évolution récente des besoins de financement des PME et la recherche de rendements par les investisseurs, assureurs et caisses de retraites et de prévoyance, fonds de gestion, etc. Or :

- la grande majorité des PME/ETI en France ne peut accéder directement au marché obligataire pour lever des fonds et n'a que peu d'expérience des marchés financiers.
- les investisseurs ne sont pas équipés pour distribuer du crédit à des PME/ETI.

²⁵ De nombreuses autres solutions ont été développées, mais qui sortent du périmètre de cette étude. Il s'agit par exemple des groupements conjoints, ou encore des paniers d'obligations...

²⁶ Source : « Emprunts groupés : un segment d'avenir pour le financement des PME », in revue Banque, Fabrice Pedro-Rousselin, Conseiller du Président, GIAC

Plusieurs initiatives aux caractéristiques différentes co-existent actuellement, certaines depuis longtemps, comme le GIAC, d'autres plus récentes, comme Micado.

D'autres initiatives ont été lancées par Isodev sur le créneau des micros prêts avec un encours maximum de 150 000 euros, consentis à des TPE. Le business model s'appuie sur le volume et la division des risques. Il s'adresse à des investisseurs privés ou des family offices. Tikehau²⁷ intervient également sur le compartiment des fonds obligataires PME, notamment les FCT qui seront analysés plus loin.

Dans ce contexte, les emprunts groupés apportent une solution à ces problèmes de financement, qui vient compléter le marché obligataire classique, l'offre de prêt bancaire à un coût potentiellement attrayant pour les PME concernées. Le développement de ce type de solutions pourrait contribuer à répondre en partie aux besoins de financements des PME/ETI en France.

3.5.1 GIAC

Le groupe GIAC est un groupement d'emprunteurs Euro lancé en 1961 pour apporter des financements à moyen long terme aux PME/ETI faisant appel au marché financier. Le GIAC intervient en partenariat avec des investisseurs institutionnels et des assureurs crédit.

Aujourd'hui, le GIAC compte :

- dix-sept emprunts obligataires,
- et six opérations de prêts groupés refinancés par voie de titrisation.

La dernière opération réalisée fin 2012 a mobilisé 80M€, destinée à financer un emprunt groupé de PME. La logique est de fonder les opérations sur une solidarité entre entreprises emprunteuses, et avec le soutien d'Oséo et de la Caisse des Dépôts. Les sociétés se regroupent pour émettre sur le marché et bénéficier des conditions qu'elles ne pourraient pas obtenir par elles-mêmes. C'est une forme de mutualisation.

Les fonds sont structurés de façon suivante : les PME/ETI qui souhaitent lever des fonds sont les uniques actionnaires du fonds, pour 1% au moins du montant emprunté. À l'issue du financement, la société peut conserver ses actions ou, plus généralement, les céder auprès de nouveaux emprunteurs. Le GIAC organise ce marché, bien que celui-ci ne soit pas très liquide. Le GIAC possède aujourd'hui environ 400 actionnaires, sans qu'aucun ne détienne plus de 3 % du capital.

En outre, chaque société qui emprunte doit alimenter un fonds de garantie à hauteur de 7 % du montant emprunté. L'ensemble de ces capitaux sont utilisés par le GIAC pour souscrire à hauteur de 8 % du fonds de créances en parts mezzanine ou subordonnées qui subissent le premier rang de risque.

Le GIAC finance ou participe aux programmes de développement de l'entreprise financée, avec une grande diversité sectorielle : immobilier, mobilier, croissance externe, soutien de filiale, R&D, et peut également participer par exemple au financement du fonds de roulement.

²⁷ Au 31 décembre 2013, le Groupe Tikehau gère plus de 2,8Md€ d'actifs dont plus de 2,3Md€ d'encours sous gestion. A travers, Tikehau IM exerce exclusivement sur les marchés de la dette européenne.

Il s'agit donc d'un financement très large, à des conditions de taux attractives sur une durée longue. Concrètement, les financements mobilisés ont une durée de vie moyenne d'environ 8 ans, avec un amortissement sur les 5 à 6 dernières années, ce qui offre un certain confort dans le remboursement par rapport à une dette in fine.

3.5.2 MICADO

Le fonds obligataire « Micado France 2018 » a été lancé le 24 septembre 2012. Il s'agit d'un FCP (Fonds Commun de Placement) contractuel investi en obligations non notées et cotées sur des marchés réglementés ou organisés et de les détenir jusqu'à leur terme. L'objectif du fonds est d'offrir sur 6 ans une performance annualisée, nette de frais, comparable au rendement de l'OAT (Obligations assimilables au Trésor), majorée de +3% sur la durée de vie du fonds. Le fonds, uniquement destiné aux investisseurs qualifiés, est fermé aux souscriptions.

Coté émetteurs : les PME/ETI émettrices ont été sélectionnées par le fonds. Elles émettent leurs obligations auxquelles le fonds souscrit intégralement et exclusivement. L'avantage de Micado : permettre à des PME/ETI d'accéder, *via* une opération groupée, à des coûts d'émission fortement « maîtrisés » par rapport au marché obligataire. Ces entreprises, prises individuellement, ne seraient pas susceptibles d'émettre un volume suffisant d'obligations pour attirer des investisseurs institutionnels et ne pourraient donc pas accéder au financement obligataire.

Coté investisseurs : Micado a réuni une dizaine de grands investisseurs, qui ont souscrit un montant d'environ 60M€, et offre un rendement supérieur à 5 % net pour un risque diversifié. Ce montage permet d'atteindre une souche obligataire minimale à même d'intéresser les investisseurs institutionnels. Micado n'a pas de fonds de garantie des sociétés emprunteuses, ni rehaussement ou notation des titres émis, et est réservé à des sociétés cotées.

Fin décembre 2012, treize sociétés ont bénéficié de ce mode de financement, pour des montants allant de 2,8 à 7M€.

En 2013, le deuxième fonds « Micado France 2019 » a été lancé, dans les mêmes conditions que la 1^{ère} version du fonds. Celui-ci a mobilisé 30M€, levés auprès d'investisseurs, sociétés d'assurance, et organismes de prévoyance, pour financer 5 PME/ETI (cf. annexe).

Les Principaux Formats d'émissions mutualisés

	Micado	GIAC
Année de création	2012	2013
Taille	EUR100m	EUR80m
Base d'investisseurs	investisseurs professionnels (CDC, compagnies d'assurance, caisses de retraite, etc.)	investisseurs institutionnels, sociétés d'assurance et organismes de prévoyance
Nombre d'émetteurs par émission	une vingtaine de sociétés	près de 25 sociétés
Cible	PME et ETI cotées en Bourse (Euronext, Alternext) entre 30m et 1md d'euros de capitalisation, présentant une bonne qualité de crédit	PME et ETI cotées ou non présentant un chiffre d'affaires minimum de 10m d'euros
Nature de la documentation	Prospectus	-
Coupon	de 5 à 6%	Euribor 3 mois + 3,05%
Maturités (années)	6	10 avec un différé de remboursement du capital de 5 ans
Devises	EURO	EURO
Coût de financement	entre 5 et 8%	Euribor 3 mois + 5,6%
Loi	Droit français	Droit français

* * *

*

Au total, il faut noter que la part des fonds mutualisés dans le financement des PME/ETI en France reste marginal et ne concerne, pour l'essentiel, que des PME/ETI qui ont déjà accès aux marchés des capitaux et ont les capacités de lever des fonds par d'autres canaux. En outre, la difficulté de constituer le portefeuille d'émetteurs éligibles et harmonisés en termes de profil de crédit et de besoins, allonge la durée de montage de telles opérations et entrave le développement de ce type de solution de financement.

Cependant, l'intérêt de ce type de financement/fonds est confirmé par les personnes auditionnées dans le cadre de l'étude. Il convient désormais, d'une part, d'accélérer leur développement pour attirer un plus large panel de sociétés cotées et surtout non cotées, et d'autre part, d'élargir la base d'investisseurs, en facilitant notamment la souscription des investisseurs individuels à ces fonds.

3.6 Les nouvelles formes d'intermédiation

De nouvelles formes d'intermédiation se sont développées récemment et qui ont pour caractéristique commune, la titrisation de créance. Celles-ci revêtent différents formats et représente un outil qui offre un important potentiel de développement tant en Europe, qu'en France.

Dans le cadre de cette étude nous ferons le point sur trois instruments, qui pourraient représenter dans les années à venir des outils importants pour les levées de dette à MLT pour des PME/ETI en France:

- Le premier instrument, qui est plus connu, mais qui reste embryonnaire en France, est la titrisation de prêts aux PME détenus par les banques, via les *Collateralized Loan Obligations (CLO)*.
- Le second instrument est les fonds communs de titrisation (FCT), et en particulier le fonds de financement de l'économie française, avec le fonds Novo, qui est une expérience unique en Europe. Dans son rapport « *Alternative Finance for SMEs and Mid-Market Companies* » d'octobre 2013, la City de Londres, qui analyse les différentes facettes de cet instrument, en souligne l'importance par son caractère innovant et le considère, comme l'un des développements les plus intéressants de ces dernières années en matière d'instruments de financement des PME en Europe.
- Nous analyseront également Isodev, qui apporte des financements aux TPE et PME, dont le chiffre d'affaire est compris entre 250 K€ et 15M€.

3.6.1 La titrisation de créances de PME via les CLO

La titrisation de créances adossées à des prêts bancaires aux PME représente un sujet crucial tant son potentiel de développement en Europe, et encore plus en France, est important.

La titrisation de créances de PME, CLO, est une structuration qui permet à une banque de céder à un SPV un portefeuille homogène de prêts aux PME. Celui-ci est constitué en moyenne de 200 à 400 prêts (souvent syndiqués). Pour l'investisseur, l'analyse crédit n'est plus nécessaire et l'approche est basée sur une analyse statistique et la majorité des débiteurs bénéficient d'un système de scoring, c'est-à-dire de notation interne aux banques.

Cependant, la titrisation de créances soulève de nombreuses interrogations, tant auprès des autorités de marchés, qu'auprès des investisseurs, depuis la crise des *subprimes* aux Etats-Unis. En effet, une opération de titrisation est une opération de transfert des risques vers une entité qui n'a pas forcément les moyens d'assurer le suivi de ce risque, d'autant que pour l'originateur il est difficile de structurer un produit constitué de sous-jacents homogènes, éliminant les biais statistiques que pourraient générer l'hétérogénéité des produits, la difficulté de traçabilité, le suivi dans le temps des sous-jacents, etc. D'autres risques sont également inhérents à une opération de titrisation, tels que le risque de liquidité du véhicule, le risque de perturbation des flux financiers, le risque de défaillance d'un intervenant à l'opération, etc.

C'est certainement la raison pour laquelle le développement du marché des CLO est hésitant, en Europe. En effet, selon le rapport du *think tank* économique Bruegel : « *SME Loan Securitisation Trends in Europe* » de juillet 2013, la titrisation de créance adossées à des prêts

aux PME en Europe ne représente que 154Md€, soient 9% du marché de la titrisation PME en Europe.

Fitch Ratings²⁸ note pour sa part qu'au regard de l'ampleur de besoins de financement des PME/ETI en Europe, les instruments alternatifs qui se sont récemment développés, ne sont pas suffisants pour faire face aux besoins de financement croissants des PME/ETI et qu'ils devront être soutenus par un véritable marché CLO européen, car, aujourd'hui cette technique n'est économiquement pas viable. En effet, la plupart des CLO de PME n'a pas été directement placé auprès d'investisseurs institutionnels, mais a été destiné à des fins de prise en pension auprès de la Banque Centrale Européenne (BCE). Cependant, l'essentiel des CLO de prêts à effet de levier (moins importants) ont été cédés à des investisseurs institutionnels.

L'agence de notation, souligne, également, que les CLO de PME ne seront rentables que si les rendements demandés par les investisseurs baissent et/ou les marges sur les prêts aux PME augmentent, ce qui est difficilement réalisable dans le contexte actuel de taux.

Les données de l'AFME montrent que la titrisation de créances de PME est, aujourd'hui, largement utilisé par les pays d'Europe du Sud, l'Espagne (53Md€), l'Italie (35Md€), soit près de 60% du total des encours européens. Le Royaume Uni (9Md€), l'Allemagne (6Md€), et encore moins la France (3Md€) n'ont recours que très marginalement à la titrisation de créances PME. Le potentiel de croissance de ce type de financement devrait jouer un rôle essentiel dans les années à venir et concerner toutes les catégories d'entreprises, TPE, PME et ETI.

Encours de la titrisation de créances en Europe

(enMd€)

	ABS	CDO	CMBS	RMBS	SME	WBS	TOTAL
Austria			0	2			2
Belgium	0		0	70	18		88
France	20		3	16	3		42
Germany	36	2	14	17	6	0	75
Greece	16	2		6	10		34
Ireland	0	0	0	46	0		46
Italy	53	4	10	95	35	1	198
Netherlands	5	2	3	258	9		277
Portugal	5			29	5		39
Russia	0			2			2
Spain	22	1	0	124	53		200
Turkey	2						2
UK	41	18	67	282	9	58	475
Other	3	1		0	0		4
PanEurope	4	32	17	0	5	0	58
Multinational	1	102	2		1	1	107
European Total	208	164	116	947	154	60	1649

Source : AFME, 2013

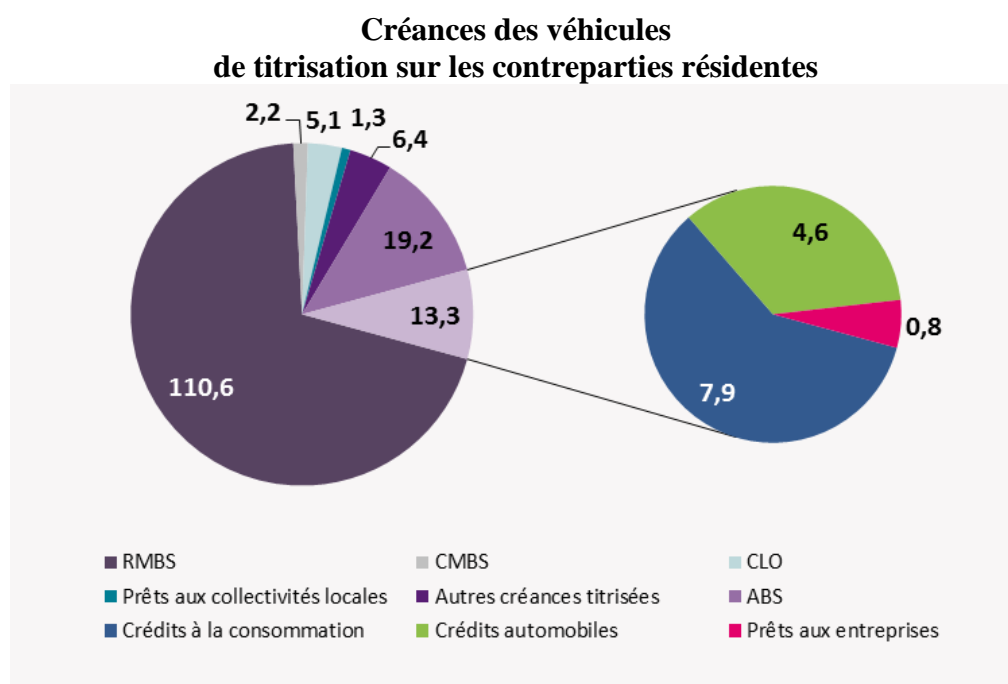
²⁸ SME Funding Across Europe Changing Dynamics in Italy, Spain, Germany and the UK Special Report, Oct. 2013

En France, la titrisation de créance joue, comme le note la Banque de France, un rôle essentiel dans le financement de l'économie française²⁹ :

Au 1^{er} semestre 2012 sur un total d'actif des véhicules de titrisation de près de 220Md€, l'encours des créances titrisées ayant bénéficié d'un financement de marché (émission de titres) s'établissait à près de 200Md€, dont plus de 170Md€ concerne des contreparties résidentes :

- 70% de ces montants concernent le refinancement de l'habitat (*residential mortgage backed securities* — RMBS).
- Viennent ensuite, 18% du total, les *Asset Backed Securities* (ABS), qui comprennent différents types de créances : crédits à la consommation, créances commerciales, crédits automobiles.
- Les actifs des conduits (8,2 %) et portefeuilles de créances commerciales ou d'obligations adossées, cédées en général par le secteur bancaire (*Collateralized Loan Obligations* (CLO)) (moins de 3%).

Les créances titrisées en France contribuent ainsi principalement au refinancement des créances sur les ménages et ne concernent que très marginalement les prêts à moyen long terme aux PME.



Source : Banque de France, Natixis, 2013

Cependant, des initiatives ont récemment été lancées pour accélérer le développement de la titrisation, on notera en particulier :

- Le lancement d'un fonds commun de titrisation (FCT) de Place par la Banque de France et des principales banques françaises. La première émission est attendue pour le début de l'année 2014.

²⁹ Bulletin de la Banque de France • N° 190 • 4^{ème} trimestre 2012

Ce véhicule pourrait émettre jusqu'à 9Md€ et permettra, notamment aux banques de la Place financière de Paris, de titriser leurs prêts aux PME. Ce fonds sera alimenté par les prêts des banques aux PME, qui devraient être acceptés comme collatéraux auprès de la Banque centrale européenne ou sur le repo. L'innovation consiste en la mutualisation des prêts titrisés augmentant ainsi le volume d'actifs éligibles en collatéral. Ceci devrait offrir aux investisseurs un très bon niveau de transparence et de traçabilité (groupement selon même catégorie de risques, base sur le scoring Banque de France, conduit dédié, *etc.*). Les entretiens menés dans le cadre de cette étude ont permis de confirmer l'intérêt d'un tel véhicule pour les investisseurs qui pourront bénéficier des supports de la banque dans l'analyse crédit et le suivi des valeurs.

Cependant, ce seront essentiellement les PME/ETI les plus performantes qui vont en bénéficier, or celles-ci tirent déjà pleinement parti de l'ensemble des outils actuels de financement des PME/ETI. Coté banques, il s'agit là d'un instrument qui leur permettra d'alléger leurs bilans et leur permettra d'allouer des crédits supplémentaires.

- La seconde évolution est l'arrivée d'investisseurs sur ce compartiment de marché, notamment, sous l'impulsion de la réforme en cours du code des assurances. De nombreux investisseurs se préparent à prendre en compte dans leurs bilans ce type de véhicules.

Dans ce contexte, le plan stratégique 2014 de Bpifrance s'inscrit dans la mobilisation d'ensemble de la Place de Paris. Celui-ci prévoit de structurer un fonds de dettes à destination des investisseurs institutionnels. Une première émission « expérimentale » de 200M€ est programmée pour 2014. L'ambition est de capitaliser sur la proximité de Bpifrance avec les PME/ETI pour constituer un portefeuille de prêts, qui à la fois répond à des besoins de financement spécifiques (prêts de développement de 10 ans assortis d'un différé de 3 ans) et aux exigences réglementaires des assureurs.

3.6.2 Le fonds commun de titrisation (FCT) Novo

Le fond obligataire PME/ETI de Place, « Novo », doté de 1Md€, a été lancé le 10 juillet dernier. Il s'agit du premier fonds de prêts à l'économie, dont le décret du 2 août 2013 réformant le code des assurances fixe le cadre réglementaire.

Novo est organisé en deux compartiments, Novo 1 de 650M€ géré par BNP Paribas Investment Partners et Novo 2 de 350M€, géré par Tikehau Investment Management.

Coté émetteurs : le fonds cible une quarantaine de PME/ETI, cotées et non cotées. Les entreprises choisissent le véhicule d'émission (Obligation ou Placement privé et non des prêts).

Le fond accordera des financements de montants unitaires de 10 à 50M€, sur des durées de 5 à 7 ans, remboursables in fine. Le portefeuille ne pourra être investi à plus de 10% dans une même entreprise, et à plus de 20% dans un même secteur d'activité. La durée d'investissement s'étalera sur deux ans et la durée de vie du fonds a été fixée à dix ans.

Coté investisseurs : le fonds a été lancé par la Caisse des dépôts et consignations (concepteur arrangeur), qui a apporté 100M€. La Fédération française des sociétés d'assurance (FFSA) a facilité le funding en mobilisant 24 investisseurs dont 19 sociétés d'assurances et caisses de

retraites. Le Fonds de réserve pour les retraites (FRR) et de l'Etablissement de retraite additionnelle de la fonction publique (ERAFP) participent également au tour de table.

A l'issue de 2 ans, un premier bilan permettra de réorienter, si besoin, les objectifs du fonds, pour tenir notamment compte de l'évolution du marché du financement des PME/ETI en France, et les rendements attendus par les investisseurs. L'idée étant, une fois les 2 premiers prototypes « Novo » réussis, de développer plusieurs nouveaux instruments construits selon le même principe.

3.6.3 ISODEV

Les financements Isodev concernent les investissements productifs, et a pour objet de renforcer la structure financière des PME pour en améliorer leur cotation bancaire et de crédit, et aussi faciliter leur accès au crédit bancaire.

Il s'agit de financements en quasi fonds propres de milliers de petites PME françaises pour de très faibles montants unitaires :

- Financement en prêt participatif ;
- Des PME de 0,3M€ à 15M€ de CA ;
- Sur de faibles tickets unitaires (entre 25 et 150 K€, avec 50 K€ en moyenne)

Le modèle de financement d'Isodev repose sur une structuration FCT : Isodev cède les créances émises auprès des PME (les prêts participatifs PPI) au FCT, qui se finance par des émissions obligataires trimestrielles calibrées en fonction des besoins. Afin de réduire son exposition au risque de taux sur les fonds levés, Isodev réalise l'attribution des prêts après la levée des fonds sur le marché obligataire et calcule la rémunération sous forme de *spread* de crédit.

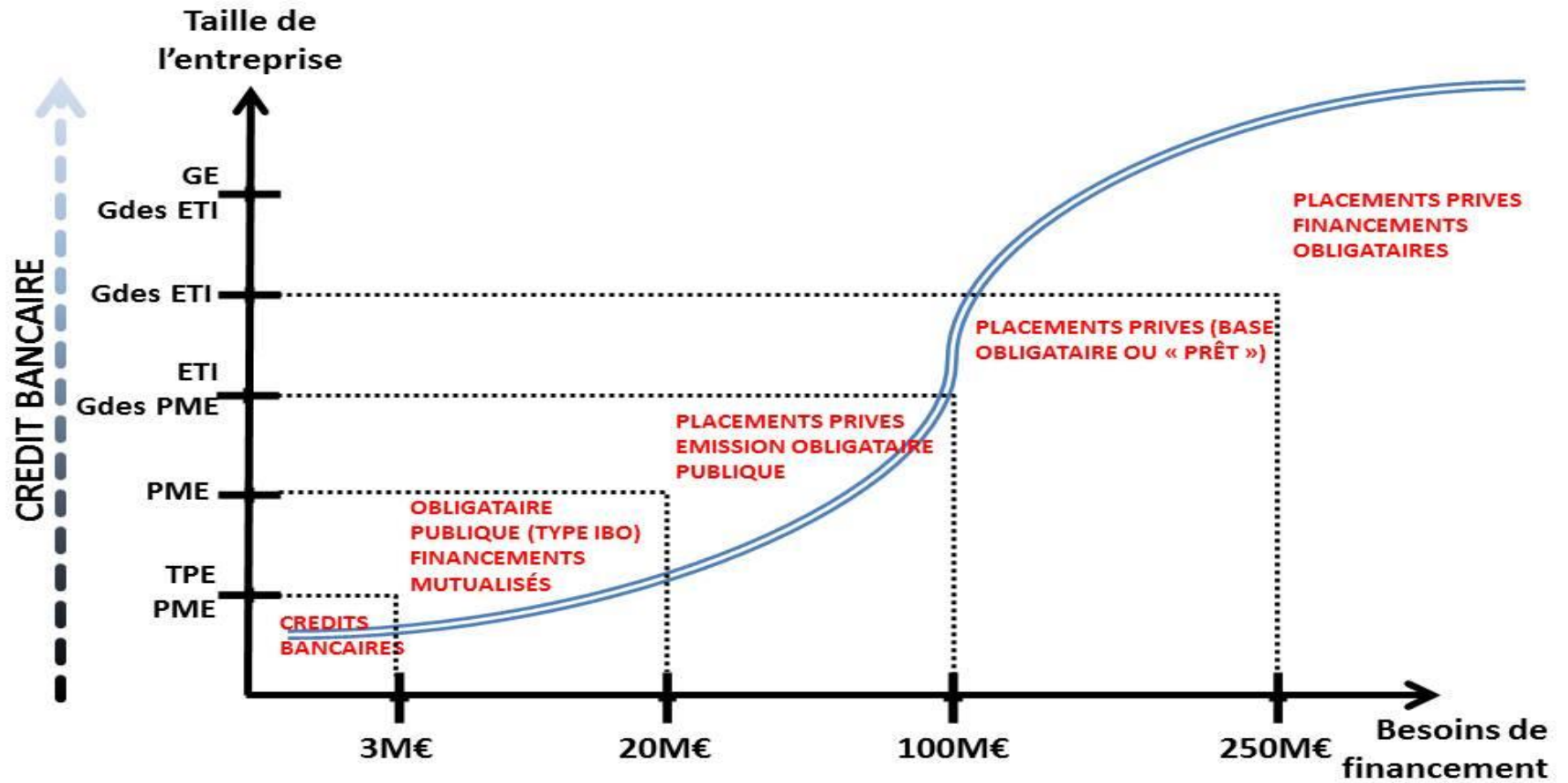
IV. Freins au développement de financement alternatif au financement bancaire

4.1 Du point de vue des entreprises

L'ensemble des entretiens menés dans le cadre de cette étude montrent que le développement de nouveaux instruments de financement bénéficie en priorité aux ETI et aux PME les plus grandes et les plus performantes. Il s'ensuit une cartographie des solutions de financement, qui dépend d'une part de la nature des émetteurs (facteur combiné de la taille et de la qualité de crédit), et d'autre part du montant des besoins de financement. Bien entendu cette cartographie est totalement évolutive, et les « barrières » vont continuer à bouger avec le développement de certaines solutions de financement, comme notamment les EuroPP :

- **Très grandes ETI et besoin de financement > 250M€** : très large accès aux solutions de placements privés (base obligataire ou « prêt ») ainsi qu'aux financements obligataires (institutionnels seuls, type Eurobonds, ou institutionnels + public, type offre mixte Eurobonds + tranche retail).
- **Grandes ETI et besoin de financement entre 100 et 250M€** : large accès aux solutions de placement privé (base obligataire ou « prêt »). En revanche, les financements obligataires de type Eurobonds ne sont pas possibles pour des raisons de liquidité minimum des souches. Il en est de même pour le financement obligataire public, pour des raisons de taille minimum d'émission. Les financements de type mutualisé GIAC ou MICADO ne sont également pas possible, les besoins de financement sont trop importants pour ces fonds.
- **ETI et Grandes PME et besoin de financement entre 20 et 100M€** : accès aux solutions de placement privé (base obligataire ou « prêt ») ou émissions obligataires publiques (type IBO).
- **PME et besoin de financement entre 3 et 20M€** : accès aux solutions de financement obligataire publique (type IBO) et/ou financements mutualisés, type GIAC, MICADO.
- **PME et besoin de financement < 3M€** : accès limité à des sources de financements en dette MLT autres que bancaires. Des solutions nouvelles se développent sur la place de Paris, comme le prêt participatif, etc.

Schéma de financement par les produits de dette en France



Source : Paris EUROPLACE, 2014

Le fait que diverses solutions de financements se soient développées au cours de ces trois dernières années pour apporter de nouvelles sources de financements aux PME/ETI est encourageant, mais beaucoup reste à faire pour que ces nouvelles solutions soient réellement accessibles à l'ensemble des 4500 ETI et quelques 130 000 PME françaises.

Les interviews menées et les retours d'expérience de nombreux acteurs, intermédiaires financiers, investisseurs, directeurs financiers d'ETI, gérants de PME, *etc.* confirment que de nombreuses contraintes entravent, encore, le décollage de ces nouveaux instruments pour en faire un véritable complément à une partie des financements « traditionnels » bancaires et de marché.

Dans cette partie nous dressons un tableau des principaux freins au développement des nouveaux outils analysés plus haut dans le rapport.

4.1.1 Les placements privés

De nombreux freins subsistent du point de vue des sociétés. Nous présentons ci-dessous ceux qui ont été signalés lors des entretiens menés :

- **Cotation et conséquence sur l'obligation d'information**

La cotation des EuroPP n'est pas une obligation. Les investisseurs ont, en effet, intégré le fait que les placements privés n'étaient pas à proprement parler des instruments « liquides », et la logique est bien en principe de les conserver jusqu'à l'échéance.

Pourtant environ 85%³⁰ des placements privés en France sont, aujourd'hui, cotés sur Euronext. Etant donné les charges en capital requises, il semble que les investisseurs assureurs continueront à demander une cotation pour les émissions réalisées au format « obligataire ». En revanche, les assouplissements introduits en 2013 dans le code des assureurs rendront plus facile les investissements dans des EuroPP au format « prêt », pour lesquels une cotation ne sera pas requise.

La cotation cependant représente une véritable contrainte pour les PME/ETI qui ont peu ou n'ont pas l'expérience des marchés financiers, et en particulier celles dont les actions ne sont pas déjà cotées.

La cotation entraîne en effet un certain nombre d'obligations d'information et de documentations, à la fois en ce qui concerne la documentation à mettre à disposition des investisseurs au moment de la cotation (prospectus d'admission), mais également concernant la documentation à mettre à disposition des investisseurs durant la vie de la dette (information périodique et permanente).

Cependant il semble que les discussions qui sont menées actuellement entre les différents acteurs de la Place pour définir un processus « standard » de placement privé, devraient faire largement converger les obligations d'information et de documentation – si bien que, en ce qui concerne le contenu, il ne devrait sans doute pas perdurer une si grande différence entre les obligations d'information pour des opérations cotées ou non cotées.

³⁰ Source : HSBC, janvier 2014

Il sera néanmoins nécessaire de « standardiser » l'information qui sera mise à la disposition des investisseurs, à la fois au moment de l'émission mais également durant la vie du produit.

En revanche, la différence qui perdurera est celle du degré de « disponibilité » de l'information. En effet d'après nos interviews, il est vraisemblable que la grande majorité des émetteurs potentiels dont les titres (action ou dette) ne sont pas cotés, ne souhaiteront pas que leurs informations soit mises à la disposition du « public », et donc potentiellement accessibles par des concurrents notamment.

Si la cotation entraîne l'obligation de rendre l'information « publique », il sera alors important, pour un large développement des placements privés, que les investisseurs soient disposés à souscrire dans la grande majorité des cas des opérations non cotées.

Il peut être utile également d'explorer, avec les autorités de marché et des places de cotation, dans quelle mesure et sous quelles conditions, un émetteur pourrait restreindre l'accès à son information aux seuls investisseurs existants, même dans le cas d'un placement privé coté.

Une autre alternative, proposée par de nombreux interlocuteurs dans le cadre des entretiens menés, est de recourir à une place de cotation qui permettrait de contrôler adéquatement la diffusion de l'information de l'émetteur, par exemple par l'intermédiaire d'un « agent ».

- **Obligation de notation**

Un des avantages potentiels d'un placement privé est de permettre une levée de fonds sans nécessiter une notation de l'émetteur et du placement. Même si le marché de l'Eurobond est parfois accessible à des émetteurs sans notation, pour le cas d'émetteurs jouissant d'un excellent crédit auprès des investisseurs, la très grande majorité des opérations d'Eurobonds s'accompagne d'une notation.

D'après nos entretiens il semble que la notation soit perçue comme une grande contrainte pour les émetteurs PME/ETI (particulièrement s'ils sont non cotés), non seulement en raison de l'offre inadaptée des grandes agences de notation en ce qui concerne des émetteurs de type PME/ETI, mais également en raison des coûts associés (à l'émission et au cours de la vie du produit) ainsi qu'en ce qui concerne la « disponibilité potentiellement large » du rapport de notation.

Le développement des placements privés nécessitera donc :

- d'une part l'acceptation par les investisseurs d'émissions non notées (voir ci-dessous),
- mais également le développement d'une offre de notation adaptée aux PME/ETI, c'est-à-dire adaptée en terme de *process* (plus rapide et légère que pour des grands émetteurs), d'échelle de notation (donc nécessitant une échelle différente de celle utilisée pour les grands émetteurs), et à coût réduit. Par ailleurs il sera nécessaire que ces notations soient réservées aux investisseurs existants, et non pas disponibles à un large public.

Dans ce contexte on peut saluer l'initiative récente de S&P par exemple qui a lancé une offre « d'évaluation de la qualité de crédit » destinée aux PME/ETI, et qui semble vouloir répondre

aux exigences spécifiques de ce marché, à savoir un processus allégé, une échelle spécifique, des coûts réduits, et une diffusion limitée aux investisseurs participant à l'opération.

De même, de nouveaux acteurs semblent prêts à offrir des solutions adéquates, comme notamment l'agence Scope Rating (d'origine allemande). Spread Research est par ailleurs la première agence de notation française à obtenir l'agrément de l'ESMA. D'autres initiatives sont en projet, comme la création d'une nouvelle agence de notations française filiale d'ID MidCaps, qui a développé une méthode de « *scoring* » adaptée aux PME/ETI et Alta Value, agence de notation française, qui valorise et note près de 70 000 sociétés, dont 2700 ETI, qui sont en attente d'agrément ESMA.

Enfin, des bases de données existent, notamment le *scoring* Banque de France ou encore les bases de New Alpha (quelques 70 000 entreprises) et d'Isodev, mais les conditions d'accès et d'utilisation ne sont pas encore clarifiées.

Il conviendra également de réfléchir à l'utilité que pourrait représenter une initiative de place, de type agence « mutualisée », créée par les investisseurs et les banques de la Place.

- **Taille minimum d'une opération**

Par ailleurs, les montants minimums de levées évincent de nombreuses PME (entre 20 et 250M€). Le placement privé reste tout de même un produit dédié aux ETI et PME de taille importante. Les entreprises françaises ayant à ce jour levé des fonds sur le marché des Placements privés sont essentiellement des ETI de taille importante.

Les ratios d'emprise et de liquidité minimum mis en place par les investisseurs institutionnels pèsent ont un impact sur la taille des opérations. Ainsi, traditionnellement les investisseurs institutionnels ne souhaitent pas détenir une part trop importante d'une émission obligataire par exemple. Il semble que nombre d'investisseurs les plus sophistiqués soient actuellement de plus en plus disposés à abandonner ces considérations, dans le cas d'un placement privé, et soient donc prêts à envisager de détenir, seuls, une grande partie, voire même à terme, la totalité d'un placement privé. Le développement de cette approche sera effectivement une des conditions du développement d'opérations de taille plus petite. Il est vraisemblable que le développement de la capacité d'analyse crédit (en propre ou de manière « externalisée » - voir ci-dessous) sera de nature à permettre des opérations de petite taille, c'est-à-dire inférieures au seuil actuel, qui apparaît être de l'ordre de 20M€.

Le travail effectué sous l'égide de la Banque de France, de la CCIP et des principales associations professionnels de la Place de Paris, représentant d'investisseurs, (AFG, FFSA, AF2i) ainsi que des intermédiaires (AMAFI) et des émetteurs (AFTE), pour la mise en place d'un cadre français de bonnes pratiques tant pour les investisseurs que pour les PME/ETI émettrices, rendu public sous la forme d'une Charte au mois de février 2014, est une étape importante pour structurer et organiser ce marché et à terme représenter un véritable atout de la Place financière de Paris pour attirer les investisseurs internationaux.

4.1.2 L'offre au public

L'offre au public est un appel public à l'épargne, à destination de tout type d'investisseurs - institutionnels, fonds de capital-investissement, banques privées et investisseurs particuliers.

Ceci impose de nombreuses contraintes aux émetteurs, PME et ETI :

- Documentation obligatoire : prospectus visé par le régulateur,
- Levée minimum de 5M€
- Notation obligatoire, si capitalisation boursière est inférieure à 100M€ si elle est non cotée et est considérée comme une PME en référence à la définition européenne.
- Comme dans toute émission obligataire des covenants seront mis en place nécessaires.

Les entretiens menés ont mis l'accent sur l'importance de ces contraintes pour les PME/ETI, et en particulier celles n'ayant aucune expérience des marchés financiers. Les PME/ETI, sont pour leur grande majorité réticentes pour des questions stratégiques à diffuser leurs informations « au public », notamment sur leur positionnement sur un marché, leurs stratégies, leur analyse de l'environnement concurrentiel, *etc.*.

En outre, le coût de la mise en place de systèmes d'information est souvent jugé trop élevé pour les PME/ETI pour un retour sur investissement, bien souvent, inférieur au bénéfice tiré.

4.2 Du point de vue des investisseurs

De plus en plus d'investisseurs se positionnent ou souhaitent s'organiser pour se positionner sur les nouveaux marchés en croissance. Cependant, cette appétence est entravée par un certain nombre de contraintes réglementaires, de manque de moyens et de l'inadéquation des marchés avec leur besoins.

Les principaux freins s'articulent autour du triptyque : information / formation / distribution.

4.2.1 L'information et l'analyse crédit

La question de la capacité des investisseurs à effectuer l'analyse crédit de placements privés potentiellement réalisés par un large panel d'émetteurs PME/ETI est un véritable défi. En effet, la grande majorité des investisseurs n'est pas équipée pour gérer ce type de risques liés aux PME.

Cela rejoint bien sûr la question de la qualité de l'information mise à disposition des investisseurs (voir ci-dessus), mais également – pour les investisseurs – la question de leur capacité à analyser cette information. A cela s'ajoute :

- leur manque d'expérience directe, et le fait qu'ils ne disposent pas de bases de données historiques pour évaluer le risque, inhérent à ce type de financements.
- le fait qu'ils ne disposent pas – dans la plupart des cas – d'une capacité d'analyse propre.
- l'inefficience des circuits de distribution des produits (agences bancaires, *brokers on line, etc.*), auprès des investisseurs individuels.
- la difficulté d'accès aux marchés pour certains investisseurs institutionnels : obligation d'être membre du marché, alors qu'ils n'ont pas la taille critique pour en être membre.

Cependant, on assiste à l'émergence de différentes solutions, qui sont de nature à poser la question, et permettre ainsi le développement du marché des placements privés pour les PME/ETI :

- Certains parmi les plus grands investisseurs institutionnels semblent disposés à se constituer des équipes d'analyse crédit en propre (comme par exemple Axa, BNPPAM, CNP, Amundi, ou encore Tikehau). Il est vraisemblable cependant qu'une grande partie des investisseurs ne seront pas en mesure de développer ces capacités, qui représentent bien entendu un coût fixe important, notamment au regard d'une diversité potentiellement importante d'émetteurs PME/ETI.
- D'autres investisseurs pourront s'appuyer sur les capacités d'analyse de banques partenaires. Dans ce contexte certains accords passés entre des grandes banques de la place et de grands investisseurs (CA-CIB/Axa, Société Générale/Axa, HSBC/Amundi), dans lesquels la banque joue un rôle d'apporteur d'affaires, peut donner accès à sa notation de crédit interne, et également co-investit avec l'investisseur institutionnel dans le placement privé, sont de nature à répondre à cette problématique.
- Une autre action importante concerne le processus en cours de rapprochement Banque/assurance pour développer des capacités d'analyse crédit. Bpifrance peut contribuer à la mise en place d'actions conjointes entre les assureurs et les banques. Le maintien de conditions compétitives pour le crédit bancaire peut en effet passer par divers mécanismes de refinancement par les assureurs des prêts bancaires aux entreprises. Bpifrance peut apporter son expertise en cotation des entreprises et ses outils d'intervention en garantie pour permettre aux banques et aux assurances de partager une vision commune du risque.
- Certains investisseurs semblent avoir trouvé des accords avec des intermédiaires financiers, pour avoir accès à une capacité d'analyse crédit « externalisée ». C'est le cas par exemple de Federis avec Kepler Capital Markets. Le développement d'une large offre de services d'analyse crédit externalisée sera donc un élément clé pour un nombre important d'investisseurs de taille moyenne et petite, afin de mutualiser les coûts d'analyse.
- Enfin, le développement d'une offre de notation adaptée aux PME/ETI sera également de nature à atténuer ce problème.

4.2.2 Le sondage des investisseurs

Un autre sujet connexe, lié à la réglementation actuelle, concerne les contraintes actuelles de l'AMF concernant l'approche des investisseurs, et la communication d'information concernant l'opération, en amont du placement privé. Les obligations actuelles en vigueur pour les opérations de type Eurobonds ne sont à l'évidence pas adaptée au montage d'opérations de type placement privé, ou l'investisseur doit être en mesure d'étudier l'investissement et négocier la documentation, pendant une période relativement longue, vraisemblablement plusieurs semaines, voire plusieurs mois. Dans le cas où l'émetteur a déjà de la dette cotée, cela pourrait, dans l'état actuel de la réglementation, l'empêcher d'intervenir sur les autres dettes de l'émetteur pendant une période bien trop longue.

Il convient donc de poursuivre les travaux en cours, notamment dans le cadre des travaux actuels de l'AMF, pour déterminer quelles pourraient être les conditions dans lesquelles l'intermédiaire/ l'investisseur pourrait étudier un placement privé sans pour autant être contraint dans sa capacité à traiter d'autres dettes de l'émetteur, notamment par la mise en place de *Chinese walls* appropriés.

4.2.3 Le développement de fonds obligataires dédiés

Les fonds dédiés répondent à une véritable demande du marché tant d'un point de vue des PME/ETI que de celui des investisseurs (produit structuré en conformité avec les contraintes prudentielles, économie coûts d'analyse crédits...).

Cependant, le développement de ce type de financement rencontre de nombreuses contraintes :

- la taille des fonds reste très petite et évince de nombreux investisseurs ;
- les fonds se concentrent essentiellement sur des PME/ETI cotées ;
- l'offre de ces fonds est encore très limitée.

Une masse critique est donc nécessaire pour développer une véritable offre large et diversifiée.

C'est pourquoi, la proposition de création d'un Fonds de financement de l'économie française (FEFF) pour améliorer l'accès aux financements des PME/ETI pourrait représenter une véritable solution pour faire face efficacement au changement de modèle de financement des entreprises en France, et en priorité les PME/ETI. Ce fonds, qui pourrait être complémentaire des actions menées par la BPI, permettrait en effet de libérer très rapidement des montants considérables pour le financement des PME/ETI, de l'ordre de 20 à 30Md€³¹.

4.2.4 Le développement de la titrisation de créances

La titrisation de créances représente l'une des solutions qui offre le plus grand potentiel de croissance en France et dans des proportions qui pourraient concerner un très large panel de PME/ETI et des profils de risques diversifiés.

Cependant, la faiblesse de son développement en France, comme d'ailleurs en Europe est aujourd'hui due à :

- la faiblesse des taux d'intérêts en Europe. Les refinancements auprès de la BCE, dans un contexte de politique monétaire accommodante, qui rendent l'exploration de nouvelles sources de refinancement peu intéressants pour les banques ;
- la réglementation de la titrisation en France, comme en Europe est en pleine mutation. L'incertitude sur son évolution entrave son développement actuel ;

³¹ « Fonds de financement de l'économie française : Un enjeu de croissance et de souveraineté pour la France », Philippe TIBI, Christian DARGNAT, in Revue Banque, Novembre 2012

- les investisseurs européens, comme internationaux, n'ont toujours pas suffisamment confiance dans des produits titrisés. La mise en place de « labels » est une priorité pour le développement d'un tel produit ;
- la difficulté à constituer des portefeuilles de crédit suffisamment homogènes et granulaires, et à disposer d'une information adéquate sur le portefeuille ainsi constitué – au moment du placement mais également durant la vie du financement (comme c'est le cas actuellement déjà par exemple pour les portefeuilles de crédits automobiles, qui font l'objet de titrisations régulières par l'ensemble des banques de financement automobiles en Europe).
- Le fait que les crédits bancaires restent dans bien des cas des « produits d'appels » (qui permettent de générer d'autres revenus additionnels pour la banque) ; ce qui fait que la rémunération du risque ne paraît pas toujours suffisante pour l'investisseur institutionnel, qui, lui, ne bénéficie pas des revenus additionnels de la banque.

Par ailleurs, les investisseurs interrogés dans le cadre de ce rapport soulignent la nécessité pour l'établissement bancaire réalisant la titrisation de conserver non seulement une partie de l'exposition de crédit au portefeuille de prêts, mais également de rester impliqué dans la relation avec les emprunteurs concernés, et donc d'assurer le suivi de leur qualité de crédit.

De ce point de vue les investisseurs institutionnels semblent privilégier une évolution du business model des banques vers le « invest to originate » plutôt que « originate to distribute ».

Des solutions européennes dans le cadre du livre vert du financement à long terme de l'économie européenne, proposé par Michel Barnier, commissaire européen chargé du marché intérieur et des services, inscrit le développement de la titrisation de créances de PME parmi les solutions prioritaires pour mobiliser des financements en faveur des PME/ETI.

4.2.5 Le développement de la demande des investisseurs individuels

- **Education des investisseurs particuliers**

Le manque de culture financière, et en particulier la perception de l'absence de risque en capital de l'investissement obligataire par l'investisseur individuel freine l'ouverture de ce marché aux investisseurs individuels.

Dans leur majorité les acteurs de la Place financière de Paris restent mesurés quant à la possibilité de voir à court terme un fort développement du marché obligataire auprès des investisseurs particuliers. L'exemple de Monceau Fleurs est évidemment dans les esprits. L'ensemble des participants soulignent la nécessité de maintenir une extrême vigilance quant à la qualité des émetteurs qui sont proposés aux investisseurs particuliers, de manière à éviter des cas de défaut sur la dette obligataire, qui risqueraient de « fermer » ce marché pour une longue période.

De même il est souligné que l'investisseur particulier n'a pas encore aujourd'hui une suffisamment bonne compréhension du produit obligataire. Il est donc nécessaire de favoriser

l'éducation du grand public en préalable à l'ouverture du marché. Certains acteurs considèrent par exemple que l'éducation des investisseurs devrait d'abord passer par le développement de tranches *retails*, dans le cadre d'émissions d'Eurobonds réalisées par les meilleures signatures de la Place.

- **Distribution auprès des particuliers**

La distribution des produits de financement des PME auprès des particuliers pose un véritable problème aujourd'hui, à la démocratisation de ce type de placements. Seuls les épargnants avertis et étant habitués à l'investissement direct *via* les sites Internet dédiés, tel que Boursorama, peuvent accéder à l'offre obligataire PME.

Les canaux traditionnels de distribution des banques de réseau ne distribuent pas ce type de produits directement. Des solutions alternatives sont aujourd'hui en cours de mise en place, avec notamment les plateformes électroniques dédiées, telles que celles développées par BNP Paribas (« *My Subscriptions* » développée par BP2S), ou encore la Société Générale.

- **Incitation fiscale**

Les interviews ont également mis en exergue que la création du PEA PME n'a pas permis de constituer un « choc de fiscalité » de nature à créer une véritable incitation pour l'investissement obligataire des particuliers. Il semble que le dispositif du PEA PME, même s'il laisse théoriquement la place à une part d'investissements en obligations devrait, en l'état actuel, diriger les fonds levés principalement vers les actions. Il semble également que l'on ne puisse pas envisager d'évolutions substantielles du dispositif à court terme. La question de l'incitation fiscale devra néanmoins rester une préoccupation dans l'avenir.

- **Dispositif de garantie de type assurance**

Une des solutions éventuelles pour diminuer le risque de défaut et permettre un accès à un panel large de PME/ETI pourrait être de développer un mécanisme de garantie, de type assurance, par exemple en consacrant une part des fonds levés à une cotisation à un fonds d'assurance mutualisé. Cette idée, et notamment le rôle que pourrait jouer la BPI dans un tel dispositif, mérite certainement de continuer à être étudiée par la Place.

- **Financement participatif (Crowdfunding)**

Le financement participatif connaît une croissance rapide. Plusieurs estimations de la taille de ce marché, sans que celles-ci ne soient précises le situent à 1,6Md\$ aux Etats-Unis et à moins de 1Md€ en Europe. Certaines TPE ont réussi à lever des montants importants via ce canal de financement, tels que la TPE française Lima, qui a levé plus de 1 million de dollars.

Le financement participatif est d'abord un financement qui s'adresse aux entreprises en phase d'amorçage. Il s'inscrit pleinement dans la chaîne de financement des entreprises en France, en amont du business angels, du fonds d'amorçage et de capital-risque et des marchés régulés tels que Alternativa et Alternext. Des modifications législatives sont en cours pour sécuriser ce mode de financement³².

³² cf. consultation de septembre-novembre 2013 et ordonnance en cours, dont l'habilitation législative a été adoptée par le Parlement.

Une des idées à l'étude pour limiter les risques sur de telles solutions serait par exemple d'imposer un plafond à ce type de financement, à un montant faible, de l'ordre de 200/250€ s'agissant des prêts entre particuliers, et plus largement, la mise en place d'un « *safe harbour* » pour les plates-formes sous réserve du respect d'une certaines conditions visant à protéger les investisseurs³³.

Plusieurs réflexions sont actuellement en cours dans le cadre de la consultation de l'AMF/ACPR/ Direction du Trésor sur, notamment, la création d'un statut de conseil en investissements participatifs (CIP), etc. D'autres pistes sont à l'étude par l'AMF et l'ACPR, telles que l'assouplissement du monopole bancaire ou l'adaptation du régime et du périmètre des offres au public de titres financiers réalisées dans le cadre du financement participatif.

Cependant, les interviews menées montrent également une certaine prudence des intervenants de la Place concernant les solutions de type « *crowdfunding* ». Les intervenants soulignent les difficultés actuelles liées à ces opérations de financement, de manière à assurer une bonne information des prêteurs sur le risque « crédit » de l'emprunteur, non seulement lors de la levée de fonds, mais également au cours de la vie du financement, ainsi que les difficultés d'assurer une bonne rémunération du risque encouru. Par ailleurs, il convient de souligner la taille relativement modeste des fonds qui sont susceptibles d'être levés avec de telles solutions de financement.

Il est vraisemblable que ces obstacles seront difficiles à surmonter dans un avenir proche, et ne permettront pas au « *crowdfunding* » de représenter des sources de financement en dette importantes pour les PME, au-delà vraisemblablement de cas de « *start-up* » et de levées de fonds réalisées auprès de proches (« *love money* »).

³³ Les conditions sont les suivantes : accès progressif et contrôlé au site internet pour les investisseurs ; souscription après la réalisation d'un test d'adéquation ; sélection des projets entrepreneuriaux à l'issue de due diligences ; proposition de plusieurs projets.

V. Nouvelles recommandations pour favoriser le développement de ces sources de financement complémentaires

Le financement des PME/ETI, en France, comme en Europe est l'un des principaux défis auquel la finance européenne devra faire face dans les mois et années à venir, tant les besoins sont considérables. Pour l'Europe, les estimations de S&P, sur la période 2013-2018³⁴ s'élèvent à 3 500Md€, dont 2 700Md€ de remboursements de dette et 800Md€ de financements nouveaux.

En France, différents rapports³⁵ évaluent ce besoin supplémentaire de financement entre 80 à 100Md€ par an. Pour S&P³⁶, les PME/ETI françaises devraient émettre pour 800Md€ de dettes dans les cinq prochaines années. Ce qui est considérable dans un contexte de raréfaction du crédit bancaire et de développement de nouveaux modes de financement, qui s'adressent de manière discrétionnaire aux différentes catégories de PME/ETI et dont il faut soutenir et accompagner le développement.

L'enjeu est crucial pour l'ensemble de l'économie française, la croissance et l'emploi. En effet, le nombre de PME/ETI françaises, dont le chiffre d'affaires est compris entre 100M€ et 1.5Md€, est six fois plus important que le nombre de grandes entreprises. Par ailleurs ces PME/ETI réalisent un chiffre d'affaires cumulé de plus de 200Md€, soit 10% du PIB de la France.

L'enjeu est également crucial pour la Place financière de Paris et son positionnement en Europe. Comme souligné plus haut, les places financières européennes qui offriront les meilleures conditions d'accès, et qui sauront mobiliser la plus large base d'investisseurs institutionnels favoriseront le développement des PME/ETI et donc la croissance et l'emploi.

C'est pourquoi, le groupe de travail a fait le choix d'émettre des propositions pour accompagner le renforcement de tous les maillons de la chaîne de financement par les produits de dette des PME/ETI en France (cf. page 53), tout en veillant à la complémentarité de ces différentes solutions de financement offertes par la Place financière de Paris.

Les propositions du rapport s'articulent autour de 5 axes d'actions, classés par ordre d'importance :

- **Axe n°1 : Consolider l'offre de prêts bancaires**
- **Axe n°2 : Faciliter l'accès des PME/ETI à des financements complémentaires**
- **Axe n°3 : Développer la demande des investisseurs institutionnels**
- **Axe n°4 : Favoriser les solutions de mutualisation**
- **Axe n°5 : Faciliter l'accès des PME/ETI aux investisseurs particuliers**

³⁴ The squeezed middle: S&P says Europe's midsize companies need up to €3.5 trillion funding by 2018", Standard & Poor's, 25 June 2013

³⁵ Rapport FINECO, Paris EUROPLACE, Fev. 2013, Rapport Berger-Lefebvre sur l'épargne financière, avril 2013

³⁶ *French Mid-Market Companies Display Financial Conservatism In Challenging Economic Times, 01-Oct-2013*

Axe n°1 – Consolider l’offre de prêts bancaires

La titrisation des prêts bancaires sur les PME/ETI représente un gisement important de financement qui pourrait durablement soutenir les besoins des PME/ETI en France. De nombreux pays européens ont fait le choix de mobiliser en priorité cette source de financement, qui permet aux banques d’alléger leurs bilans et de placer ces titres, soit auprès de la Banque Centrale Européenne, soit auprès d’investisseurs institutionnels.

L’évolution du système bancaire vers un modèle « *originate-to-distribute* » devra s’accompagner de la mise en place d’instruments susceptible de créer la masse critique d’activités pour le développement des nouveaux instruments de crédit pour les PME/ETI.

Proposition 1 : *Faciliter le développement d’une titrisation bancaire de prêts de PME (type CLO / ABS de PME), à destination des investisseurs institutionnels (et pas seulement pour l’accès au financement de la BCE), en calibrant la charge en capital qui pèse sur les investisseurs institutionnels en cohérence avec le risque de cette classe d’actifs, et dans un schéma qui permette à la banque de rester exposée au risque crédit et de continuer à jouer son rôle dans la relation avec les emprunteurs concernés.*

Axe n°2 – Accélérer les nouvelles sources de financements complémentaires

Le développement des instruments de financement alternatif est une priorité pour la Place financière de Paris. Ces nouveaux instruments offriront aux PME/ETI de nouvelles sources de financement plus adaptées à leurs besoins spécifiques (taille, durée, souplesse, etc.).

Dans ce domaine, la Place financière de Paris est en passe de prendre le leadership européen sur le marché des EuroPP, avec près de 4Md€ levés en 2013, soit près du double de l’année 2011, par une quarantaine de PME/ETI.

De nombreuses initiatives de Place ont été lancées pour accompagner le développement de ce compartiment de marché à Paris :

- Mise en place du Groupe de Place constitué sous l’égide de la Banque de France³⁷, pour élaborer un guide des bonnes pratiques en matière de Placements privés, pour faire de l’ « Euro PP » à la française un segment de marché à part entière ainsi qu’un gage de qualité pour les émetteurs et investisseurs, français puis internationaux.
- Création d’une offre de notation : au-delà des grandes agences de notation (S&P), des agences, notamment françaises, développent une offre basée sur des méthodologies adaptée à la spécificité des PME/ETI.
- Publication du décret du 2 août 2013 et dont l’arrêté vient d’être publié, fixant le cadre d’investissement des sociétés d’assurance dans les PME/ETI.
- etc.

³⁷ Outre la Banque de France, ce groupe de travail réunit les principales associations professionnelles de la Place financière de Paris : Intermédiaires (AMAFI), Investisseurs (AFG, AMAFI) et émetteurs (CCIP, MEDEF, AFTE) et Paris EUROPLACE. + AMF

Il convient, désormais, d'accélérer le mouvement pour faire de Paris le marché de référence de l'EuroPP et attirer investisseurs institutionnels internationaux, comme c'est le cas du marché du *Schuldschein* allemand.

Proposition 2 : *Accélérer la mise en place du Comité de suivi de la « Charte EuroPP », élaborée sous l'égide de la Banque de France et la CCIP, avec pour objectif de détailler les modalités opérationnelles de la Charte (par exemple à travers la rédaction d'un glossaire des termes principaux des clauses à utiliser et des précisions sur le format loan) et de mettre en place des traitements réglementaires (notamment en ce qui concerne la charge en capital) plus favorables pour les investissements dans des placements privés.*

Proposition 3 : *Encourager le développement d'une offre de notation spécifique pour les émetteurs PME/ETI, pour les placements privés comme les offres au public, plus rapides et moins onéreuses.*

Proposition 4 : *Encourager les investisseurs institutionnels à assouplir leurs contraintes concernant le ratio d'emprise, pour faciliter les émissions de petites tailles (<15M€), qui pourraient dès lors être souscrites par un seul investisseur institutionnel.*

Proposition 5 : *Définir, sous l'égide des autorités de marché, une pratique de marché acceptable permettant le pré-sondage des investisseurs dans le cadre du placement d'un EuroPP d'une société, ayant des valeurs cotées (actions ou obligations).*

Proposition 6 : *Etudier avec les autorités de marché, la possibilité de restreindre la disponibilité d'informations sur l'émetteur, dans certaines conditions, dans le cas où la cotation est purement « technique ».*

Proposition 7 : *Réexaminer le statut fiscal du crédit-bail immobilier, qui est une solution de financement de long terme des PME/ETI.*

Axe n°3 – Développer la demande des investisseurs institutionnels

A l'instar des Etats-Unis, les investisseurs institutionnels devraient jouer un rôle croissant dans le financement direct des PME/ETI, en Europe comme en France.

Il convient, dès à présent, de mettre en place un environnement qui élargisse la base des investisseurs institutionnels investissant en direct dans les PME/ETI en France. Comme souligné plus haut, le principal défi auquel ces investisseurs ont à faire face est celui de développer des capacités d'analyse crédit.

C'est pourquoi, les propositions du groupe s'articulent essentiellement sur des solutions qui visent à doter la Place financière de Paris de solutions d'analyse crédit, pour permettre le développement d'une large base d'investisseurs PME/ETI sur la Place financière de Paris.

Proposition 8 : Encourager les investisseurs institutionnels à développer des solutions d'analyse crédit en propre, ou à compléter leurs capacités propres par des solutions externalisées, en faisant appel à la capacité d'analyse des intermédiaires financiers.

Proposition 9 : Développer les partenariats banques / sociétés d'assurances, afin de faciliter l'utilisation par les investisseurs des relations et de la connaissance du crédit des PME/ETI acquis par les banques, ainsi qu'éventuellement l'accès au credit scoring interne des banques.

Proposition 10 : Poursuivre les réflexions sur la création d'un « Fond de financement de l'économie française », qui pourrait permettre de rediriger une partie de l'épargne longue, celle de fonds de retraite (Fond de réserve des retraites, Réserves à moyen-long terme AGIRC-ARCO, Préfon, entre autres) vers le financement à moyen et long termes des PME/ETI.

Proposition 11 : Accompagner le développement des nouveaux contrats d'assurance-vie Euro Croissance.

Proposition 12 : Encourager le marketing des EuroPP – par les intermédiaires financiers (banques d'investissement notamment) – auprès d'investisseurs étrangers, pour assurer une diversification de la demande d'investisseurs par l'internationalisation.

Axe n°4 – Favoriser les solutions de mutualisation

La chaîne de financement par les produits de dette de la Place financière de Paris montre très clairement que les principaux déficits de fonds concernent essentiellement les levées de fonds inférieurs à 20M€. Cette partie de la courbe trouve difficilement preneur auprès d'investisseurs institutionnels. Et les PME qui souhaitent accéder au financement de marché n'ont aucune autre solution que de recourir au financement mutualisé.

Par ailleurs, la pratique montre que bien souvent ce sont des PME qui sont déjà cotées et qui ont les capacités de recourir à d'autres types de financements qui bénéficient en priorité de financement mutualisés.

C'est pourquoi le groupe de travail a souhaité consacrer un axe d'action spécifique à ce compartiment de marché pour soutenir son développement et les initiatives existantes et encourager l'émergence de nouvelles solutions permettant d'augmenter la masse critique de fonds mutualisés de dettes qui, aujourd'hui, ne jouent qu'un rôle marginal dans le financement des PME/ETI en France, alors que leur rôle d'intermédiation dans le financement des PME est essentiel dans le nouveau modèle de financement des PME/ETI.

Proposition 13 : Encourager le développement par des intermédiaires financiers d'une offre de fonds EuroPP similaires à Novo.

Finaliser les guidelines de place, concernant le processus et la documentation de placements privés EuroPP, à la fois sur une base obligataire et sur une base de prêt, et notamment en précisant les exigences en terme d'information, à l'émission (memorandum et due diligence) et au cours de la vie des titres.

Proposition 14 : Encourager le développement de fonds mutualisés complémentaires, type GIAC ou Micado, en insistant sur la nécessité d'assurer un niveau d'homogénéité et de granularité des investissements sous-jacents satisfaisant pour les investisseurs.

Proposition 15 : Etudier des mécanismes de garantie (type assurance) pour les investisseurs.

Axe n°5 – Faciliter l'accès des PME/ETI aux investisseurs particuliers

L'accès des entreprises aux investisseurs particuliers, comme dans les autres pays européens, doit faire partie de la palette de solutions de financement mises à disposition des entreprises. Elargir la base d'investisseurs domestiques pour permettre non seulement d'apporter de nouvelles ressources, mais apporter également une plus grande stabilité des financements apportés à nos entreprises.

Cependant cette ouverture, notamment pour les produits de dette, doit comme le souligne l'AMF s'accompagner d'une éducation des investisseurs particuliers à la spécificité des risques liés aux produits obligataires. Il s'agit également de veiller à maintenir un degré élevé d'exigence en termes de qualité de crédit des émetteurs proposés aux investisseurs particuliers, de manière à minimiser le risque « d'accidents de crédit » qui seraient de nature à remettre en cause le développement de ce marché.

Au-delà de la formation des investisseurs particuliers, le groupe a orienté ses réflexions sur des solutions intermédiées, qui permettent aux investisseurs individuels d'investir dans un cadre plus sécurisé.

Proposition 16: Sensibiliser et former les investisseurs particuliers aux enjeux de l'investissement dans les PME/ETI, ainsi qu'aux risques liés à l'investissement dans les instruments de dette, notamment le marché obligataire.

Proposition 17: Encourager la mise en place de tranche « investisseurs particuliers » à côté des placements auprès d'« investisseurs qualifiés » pour les meilleures signatures de la Place.

Proposition 18: Encourager le développement de plateformes électroniques dédiées pour la souscription du public à des émissions obligataires.

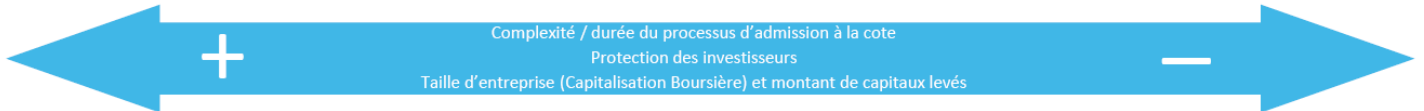
Proposition 19: Créer un cadre favorable au développement du crowdfunding en France, notamment dans le cadre de la consultation en cours.

ANNEXE 1

Euronext / Alternext

OBLIGATIONS DÉCLARATIVES SELON LE MARCHÉ DE COTATION

		EURONEXT	ALTERNEXT
		Offre au Public, Placement Privé et Cotation Directe	Offre au Public Accès aux investisseurs qualifiés et particuliers Placement Privé Accès seulement aux investisseurs qualifiés
Obligations déclaratives	Informations financières	Rapports financiers annuels audités et semestriels audités (IFRS) CA trimestriel Information sensible sur le cours	Rapports financiers annuels audités et semestriels non audités Information sensible sur le cours
	Déclarations de franchissements de seuils	Déclarations de franchissement de seuils multiples Multiples de 3-5% des droits de vote (si valables)	Nombre limité de déclarations de franchissement de seuils Déclaration de franchissement de seuils multiples : 50% et 95% des droits de vote
	Directives Européenne	Directive sur les abus de marché	Directive sur les abus de marché
		Directive sur la transparence	Directive sur la transparence
Déclaration des transactions du management	Oui	Oui	



ANNEXE 2

Les Euro PP émis en France

Issue Date	Issuer	Sector	Moody's	S&P	Maturity	Tenor	Coupon	Size	Launch Spread (ms)	Launch YTM	Deal type	Country
27-Dec-13	Sodiaal	Consumers	NR	NR	31/12/2018	6	3,440%	€20m	194	3,440%	EURO PP	FR
17-Dec-13	Argan	Real Estate	NR	NR	21/11/2018	5	5,500%	€16m	437	5,500%	EURO PP	FR
16-Dec-13	COPASA	Industry	NR	NR	19/12/2018	5	7,500%	€50m	636	7,500%	EURO PP	ES
13-Dec-13	CODIC	Real Estate	NR	NR	17/12/2018	5	7,250%	€14m	611	7,250%	EURO PP	BE
10-Dec-13	Norbert Dentressangle	Services	NR	NR	20/12/2019	6,0	3,800%	€75m	242	3,800%	EURO PP	FR
10-Dec-13	Norbert Dentressangle	Services	NR	NR	20/12/2020	7,0	4,000%	€160m	242	4,000%	EURO PP	FR
20-Nov-13	Argan	Real Estate	NR	NR	21/11/2018	5,0	5,500%	€49m	444	5,500%	EURO PP	FR
25-Oct-13	Altrad	Industry	NR	NR	12/11/2020	7,0	4,400%	€100m	280	4,400%	EURO PP	FR
25-Oct-13	Soginorpa	Real Estate	NR	NR	16/12/2025	12,0	3,500%	€30m	124	3,500%	EURO PP	FR
16-Oct-13	Resides etudes invest	Real Estate	NR	NR	23/10/2019	6,0	5,200%	€44m	367	5,200%	EURO PP	FR
3-Oct-13	Iren SPA	Utilities	NR	NR	14/10/2020	7,0	4,370%	€125m	270	4,378%	EURO PP	IT
7-Aug-13	Rémy Cointreau	Consumers	Ba2	BB+	14/08/2023	10,0	4,000%	€65m	222	4,250%	EURO PP	BE
30-Jul-13	Sodiaal	Consumers	NR	NR	31/12/2018	5,5	3,440%	€10m	217	3,440%	EURO PP	FR
30-Jul-13	Sodiaal	Consumers	NR	NR	31/12/2019	6,5	3,740%	€20m	217	3,740%	EURO PP	FR
30-Jul-13	Agrial	Consumers	NR	NR	31/07/2020	7,0	4,000%	€95m	243	4,000%	EURO PP	FR
25-Jul-13	Korian	Healthcare	NR	NR	02/08/2019	6,0	4,625%	€68m	336	4,750%	EURO PP	FR
25-Jul-13	Prada	Consumers	NR	NR	01/08/2018	5,0	2,750%	€130m	165	2,750%	EURO PP	IT
25-Jul-13	Vranken-Pommery	Consumers	NR	NR	30/07/2018	5,0	4,000%	€50m	282	4,000%	EURO PP	FR
19-Jul-13	SANEF (Baa1)	Concession	Baa1	-	26/07/2019	6,0	2,500%	€300m	135	2,590%	EURO PP	FR
12-Jul-13	Altran	Services	NR	NR	16/07/2019	6,0	3,750%	€135m	246	3,750%	EURO PP	FR
11-Jul-13	Orpéa	Healthcare	NR	NR	30/11/2019	6,5	4,150%	€20m	285	4,150%	EURO PP	FR
10-Jul-13	GL Events	Leisure	NR	NR	15/07/2019	6,0	4,710%	€50m	338	4,700%	EURO PP	FR
9-Jul-13	Cofitem-Cofimur	Real Estate	NR	NR	16/07/2019	6,0	4,125%	€80m	284	4,125%	EURO PP	FR
4-Jul-13	Havas	Media	NR	NR	11/07/2018	5,0	3,125%	€100m	199	3,125%	EURO PP	FR
24-Jun-13	Foncière Inea	Real Estate	NR	NR	26/06/2019	6,0	4,350%	€30m	275	4,350%	EURO PP	FR
17-Jun-13	Artémis	Luxe	NR	NR	21/06/2020	7,0	4,012%	€380m	265	4,012%	EURO PP	FR
10-Jun-13	Aurea	Industry	NR	NR	12/06/2019	6,0	4,750%	€14m	345	4,750%	EURO PP	FR
6-May-13	Ubisoft	Software	NR	NR	06/05/2018	5,0	3,038%	€40m	228	3,038%	EURO PP	FR
23-Apr-13	Medica	Healthcare	NR	NR		6,0	3,660%	€40m	273	3,660%	EURO PP	FR
11-Apr-13	Groupe Steria	Software	NR	NR	12/07/2019	6,3	4,250%	€180m	300	4,250%	EURO PP	FR
10-Apr-13	Orpéa	Healthcare	NR	NR	30/05/2019	6,1	4,600%	€33m	355	4,600%	EURO PP	FR
25-Mar-13	Groupe Soufflet	Consumers	NR	NR	21/12/2018	5,7	4,250%	€20m	326	4,308%	EURO PP	FR
25-Mar-13	Lactalis	Consumers	NR	NR	19/12/2019	6,3	3,750%	€173m	256	3,750%	EURO PP	FR
18-Mar-13	Eurosic	Real Estate	NR	NR	27/03/2019	6,0	3,950%	€125m	283	3,950%	EURO PP	FR
5-Mar-13	Foncière des Régions	Real Estate	-	BBB-	30/04/2020	7,0	3,300%	€180m	197	3,300%	EURO PP	FR
25-Feb-13	Akka Technologies	Industry	NR	NR	29/06/2018	5,3	4,450%	€100m	338	4,455%	EURO PP	FR
21-Feb-13	Laurent Perrier	Consumers	NR	NR	31/12/2018	5,9	3,750%	€15m	269	3,750%	EURO PP	FR
15-Feb-13	LFB	Healthcare	NR	NR	22/02/2019	6,0	3,850%	€50m	256	3,850%	EURO PP	FR
10-Feb-13	Norbert Dentressangle	Services	NR	NR		5,0		€75m			EURO PP	FR
25-Jan-13	Adeo	Consumers	NR	NR	30/01/2020	7,0	2,750%	€100m	130	2,750%	EURO PP	FR
18-Jan-13	Nexity	Real Estate	NR	NR	27/12/2018	5,9	3,749%	€200m	254	3,750%	EURO PP	FR
11-Jan-13	Tessi	Software	NR	NR	31/12/2018	6,0	3,950%	€20m	279	3,950%	EURO PP	FR
21-Dec-12	Altarea	Real Estate	NR	NR	21/12/2017	5,0	3,650%	€100m	285	3,650%	EURO PP	FR
19-Dec-12	Ubisoft	Software	NR	NR	19/12/2018	6,0	3,990%	€20m	297	3,990%	EURO PP	FR
19-Dec-12	Lactalis	Consumers	NR	NR	19/12/2019	7,0	3,750%	€357m	256	3,750%	EURO PP	FR
19-Dec-12	Lactalis	Consumers	NR	NR	19/12/2018	6,0	3,450%	€22m	243	3,450%	EURO PP	FR
19-Dec-12	Lactalis	Consumers	NR	NR	19/12/2017	5,0	3,150%	€129m	233	3,150%	EURO PP	FR
18-Dec-12	Foncière 6 ET 7	Real Estate	NR	NR	20/12/2018	6,0	3,700%	€50m	270	3,700%	EURO PP	FR
18-Dec-12	Fromageries Bel	Consumers	NR	NR	20/12/2019	7,0	3,000%	€140m	180	3,000%	EURO PP	FR
18-Dec-12	Fromageries Bel	Consumers	NR	NR	20/12/2018	6,0	2,750%	€20m	173	2,750%	EURO PP	FR
17-Dec-12	Groupe Soufflet	Consumers	NR	NR	21/12/2018	6,0	4,250%	€100m	326	4,250%	EURO PP	FR
14-Dec-12	Touax	Services	NR	NR	14/12/2018	6,0	5,000%	€15m	401	5,000%	EURO PP	FR
30-Nov-12	Neopost	Hardware	NR	NR	06/12/2019	7,0	3,500%	€150m	236	3,500%	EURO PP	FR
28-Nov-12	Orpéa	Healthcare	NR	NR	04/12/2026	14,0	5,250%	€90m	321	5,250%	EURO PP	FR
28-Nov-12	Orpéa	Healthcare	NR	NR	30/05/2019	6,5	4,600%	€128m	357	4,711%	EURO PP	FR
28-Nov-12	Orpéa	Healthcare	NR	NR	10/01/2018	5,0	4,100%	€65m	312	4,143%	EURO PP	FR
28-Nov-12	Orpéa	Healthcare	NR	NR	30/11/2018	6,0	4,200%	€20m	315	4,200%	EURO PP	FR
22-Nov-12	Groupe Gorge	Defense	NR	NR	15/12/2018	6,0	5,400%	€10m	431	5,400%	EURO PP	FR
16-Nov-12	Foncière des Murs	Real Estate	NR	NR	16/11/2019	7,0	3,682%	€255m	247	3,731%	EURO PP	FR
25-Oct-12	Bolloré	Industry	NR	NR	25/10/2019	7,0	4,320%	€170m	302	4,320%	EURO PP	FR
24-Oct-12	Financière Agache	Financial	NR	NR	25/10/2017	5,0	3,179%	€275m	218	3,179%	EURO PP	FR
11-Oct-12	Plastic Omnium	Industry	NR	NR	12/12/2018	6,2	3,875%	€250m	279	4,000%	EURO PP	FR
7-Sep-12	Bonduelle	Consumers	NR	NR	11/03/2019	6,5	3,830%	€145m	260	3,830%	EURO PP	FR
18-Jul-12	Cofitem-Cofimur	Real estate	NR	NR	18/07/2017	5,0	4,250%	€50m	320	4,250%	EURO PP	FR
16-May-11	LFB	Healthcare	NR	NR	16/05/2018	7,0	4,720%	€50m	155	4,720%	EURO PP	FR

MICADO
PME/ETI en portefeuille

Issue Date	Issuer	Sector	Maturity	Tenor	Coupon	Size	Deal type	Bond Listing	Listed Company	Euronext / Alternext
Micado 2018										
28-Sep-12	Homair Vacances	Hotel & Leisure	2-Oct-18	6,0	5,650%	€4,0m	Micado 2018	NYSE Alternext	Yes	Alternext
5-Oct-12	Delfingen Industry	Auto	2-Oct-18	6,0	6,500%	€3,5m	Micado 2018	NYSE Alternext	Yes	Alternext
5-Oct-12	Lafuma	Retail Outdoor	2-Oct-18	6,0	6,500%	€4,0m	Micado 2018	NYSE Alternext	Yes	Compartment C
9-Oct-12	Orapi	Chimie	2-Oct-18	6,0	5,250%	€4,0m	Micado 2018	NYSE Alternext	Yes	Compartment C
9-Oct-12	Touax	Support Services	2-Oct-18	6,0	6,250%	€7,0m	Micado 2018	NYSE Alternext	Yes	Compartment C
11-Oct-12	Groupe Gorgé	Industry	2-Oct-18	6,0	5,750%	€4,0m	Micado 2018	NYSE Alternext	Yes	Compartment C
12-Oct-12	EPC Group	Chimie	2-Oct-18	6,0	5,750%	€4,0m	Micado 2018	NYSE Alternext	Yes	Compartment C
16-Oct-12	Business&Decisions	Technology	2-Oct-18	6,0	6,100%	€3,5m	Micado 2018	NYSE Alternext	Yes	Compartment C
19-Oct-12	Delta Plus	Industry	2-Oct-18	6,0	5,500%	€4,0m	Micado 2018	NYSE Alternext	Yes	Compartment C
26-Oct-12	Solucom Group	SSII	2-Oct-18	6,0	5,500%	€3,0m	Micado 2018	NYSE Alternext	Yes	Compartment C
7-Nov-12	Affine	Real-Estate	2-Oct-18	6,0	5,800%	€5,0m	Micado 2018	NYSE Alternext	Yes	Compartment C
7-Nov-12	Manitou	Industry	2-Oct-18	6,0	5,950%	€7,0m	Micado 2018	NYSE Alternext	Yes	Compartment B
16-Jan-13	VM Matériaux	Building Materials	2-Oct-18	6,0	6,500%	€3,1m	Micado 2018	NYSE Alternext	Yes	Compartment C
21-Dec-13	Quantel	Technology	2-Oct-18	6,0	7,950%	€2,8m	Micado 2018	NYSE Alternext	Yes	Compartment C
Micado 2019										
18-Dec-13	JACQUES BOGART	Fragrances	18-Dec-19	6,0	4,500%	€5,0m	Micado 2019	NYSE Alternext	Yes	Compartment C
20-Dec-13	Manitou	Industry	20-Dec-19	6,0	5,350%	€12,5m	Micado 2019	NYSE Alternext	Yes	Compartment B
20-Dec-13	Orapi	Chimie	20-Dec-19	6,0	5,250%	€5,0m	Micado 2019	NYSE Alternext	Yes	Compartment C
20-Dec-13	Micro Wave	Technology	20-Dec-19	6,0	4,800%	€4,0m	Micado 2019	NYSE Alternext	Yes	Alternext
27-Dec-13	VM Matériaux	Building Materials	27-Dec-19	6,0	6,000%	€3,8m	Micado 2019	NYSE Alternext	Yes	Compartment C
-	Reside Etudes	Property Management	-	-	-	-	-	-	No	-

