



Le comité d'organisation "Evènement Annuel" de Fi+ - Jacques Bonnafont (IAE), Stéphane Deramaux (Audencia), Alexandre Marette (Dauphine) - avait choisi cette année de faire un point sur 3 années d'innovations financières: fonds de prêts à l'économie, émissions Euro PP, prêts directs d'assureurs... Pour traiter de cette évolution marquante du financement des ETI, ils avaient invités Stéphane Blanchoz (responsable de la gestion alternative crédit, BNP Paribas Investment Partners), François Drouin (Président de ETI Finance et Vice-Président de BPI France), Jean-Baptiste Magnen (fondateur et Managing Partner de ChetWode, Olivier Magnin (Head of Debt & Capital Advisory de Deloitte Conseil Finance) et Gérard Soularue (Président de la Commission Economie et Croissance de la CCI Paris Ile-de-France et Président du Comité de Pilotage Euro PP). Les débats furent animés par Nolwenn Simon (Directeur du fonds Leasing chez Acofi et Secrétaire Générale de l'Observatoire des Fonds de Prêts à l'Economie - OFPE)

Historique de 3 années d'innovation sur le marché de la dette

Depuis quelques années, les grands groupes se finançaient déjà moins par les banques (à 34% aujourd'hui) que par des financements alternatifs, désintermédiés (à 66%). Cette proportion est actuellement de 66/34 pour les ETI et de 96/4 pour les PME, toujours très dépendantes des banques.

Ce qui a changé pour les ETI remonte à la crise d'Août 2007, après laquelle des règles ont été mises en place limitant l'activité des établissements financiers. Un certain nombre d'acteurs ont ensuite mis en place des Euro Placements Privés (Euro PP) dès 2011 - 2012 ; mais la préoccupation de la CCI a été dès lors d'ouvrir ces Euro PP aux ETI qui, en se finançant de cette manière, libèreraient de la capacité de financement que les banques pourraient ainsi consacrer aux PME/TPE.

C'est ainsi que, avec le soutien du Trésor et de la Banque de France, l'"initiative Friedland", réunissant la CCI et 10 Associations professionnelles de la Place de Paris, a publié une charte de l'Euro PP qui définit un cadre de référence de ce marché, puis, un an plus tard début 2015, une documentation (contrats-cadres de prêts et d'émission obligataire) disponible gratuitement sur <http://www.euro-privateplacement.com>

Typologie des nouveaux investisseurs

Fin 2014, l'OFPE recensait 87 fonds de dettes, dont 50 qualifiés de fonds de prêts à l'Economie, qui ont levé ensemble 14 Mds€. Ces investisseurs sont des assureurs, ou des asset managers agissant pour le compte d'assureurs, qui se sont trouvés avec des taux bas sur les classes d'actifs plus conventionnels, et avec un environnement réglementaire favorable.

Ce mouvement de désintermédiation a été facilité par la conjonction de plusieurs phénomènes : la rupture des financements générée par la crise de 2008 ; les nouvelles règles comptables IFRS ; les règles Bâle 3 (les banques doivent faire des prêts moins risqués à des entreprises mieux notées, avec des durées plus courtes ; et elles ont un ratio coûteux sur les investissements en actions : 40% des fonds propres) ; les règles Solvency 2 (possibilité donnée aux assureurs d'élargir leurs investissements pour élargir l'assiette des risques ; en pouvant prêter aux sociétés non-cotées depuis août 2013). A cela s'ajoute la recherche d'un rendement supérieur à celui des OAT.

L'offre de financement désintermédiée est en cours de structuration, les critères d'investissement se définissent.

Cas des Euro PP : offre et critères d'investissement

En se focalisant sur l'Euro PP, qui s'est organisé récemment de manière plus approfondie, c'est un placement privé de dettes émises par une société et souscrite par un nombre limité d'investisseurs (voire un seul) : assureur, mutualiste, prévoyance. Ce peut être une obligation (listée ou non) ou un prêt (donc là avec un tandem banque/ assureur). Il est de gré à gré, de long terme (6 à 7 ans, "buy & hold"), avec un coupon fixe.

Les avantages sont multiples : 1/ diversification des sources de financement, libération de la capacité de financement bancaire. 2/ maturité : non amortissable (in fine/ "bullet"), donc soulagement des cash-flows. 3/ souplesse de mise en place ; et moins de contraintes, car il y a souvent moins de reporting et de covenants avec un Euro PP qu'avec beaucoup de banques pour un emprunt. 4/ publicité : image positive vis-à-vis de ses banques, et donnant un profil attirant d'autres types d'investisseurs. 5/ confidentialité : cela ne nécessite pas de document très détaillé (type document de référence) exigeant la mise à disposition d'informations qui pourraient être connues de tous, y compris des concurrents.

Les montants constatés pour ces émissions sont assez variables. En 2012, il y eu 20 transactions d'un montant moyen de 145 Mio€. En 2014, il y a eu 50 transactions d'un montant moyen de 65 Mio€ avec une fourchette de 30 à 120 Mio€. Auparavant, les opérations étaient faites par des entreprises proches des marchés publics ; désormais, la tendance est à l'accroissement du nombre d'opérations de placement privé, par des entreprises également plus petites, ce qui est souhaitable, avec des montants moins importants.

Les conditions de taux s'appuient sur la qualité du crédit ; or il n'y a pas d'agence de notation : un travail d'analyse doit donc être fait par l'investisseur. Les premières émissions se sont faites à 7 ans à 4% ; aujourd'hui, la maturité peut être plus longue à 10 ans, avec des taux bien inférieurs (on a récemment vu moins de 3% à 10 ans !) ; la moyenne se situe entre 3% pour un bon crédit, et 4 à 4.5% pour des situations plus particulières. Le ratio dettes/EBITDA requis était inférieur à 2 au début, il est maintenant inférieur à 3 : ces opérations peuvent être faites par des entreprises très leveragées.

Par comparaison avec les initiatives existantes aux US (USPP) et en Allemagne (Schuldschein), l'USPP se fera plus avec des investisseurs anglo-saxons, sur des durées moyennes de 10 ans, avec différentes devises ; le Schuldschein se fera toujours avec des investisseurs privés mais d'origines diverses, souvent asiatiques, avec un mix taux fixe / taux variable, sur des maturités de 5 à 10 ans.

Outre le coupon fixe à l'investisseur crédit, le coût de mise en place comprend 2 éléments : une commission de mise en place pour l'arrangeur (entre 0.4% et 0.8% en fonction du conseil, et du montant), et des honoraires d'avocats (entre 25 et 30 K€ ; davantage pour un USPP demandant un prospectus, moins pour un Schuldschein exigeant une documentation moins élaborée). Le rôle de l'arrangeur est important mais il doit choisir sa position: soit du côté prêteur (il va alors placer le financement disponible), soit du côté emprunteur (lequel suit la recommandation de la Charte Friedland de se faire accompagner)

Le financement de l'Euro PP est effectivement in fine parce que les assureurs investisseurs ne connaissent quasiment que les obligations, in fine, et que leurs systèmes comptables sont conçus dans cette optique. C'est en définitive un avantage pour l'emprunteur car un in-fine à 7 ans correspond à un prêt amortissable à 11/12 ans ; de plus, les intérêts, fiscalement déductibles, sont relativement bas actuellement. Il faut évidemment anticiper le "mur de la dette", ce que les grands groupes savent et peuvent bien faire compte tenu de la multiplicité de leurs contrats de dette, mais ce à quoi les ETI et PME devront prendre garde.

Autres financements désintermédiés

Les billets de trésorerie ont été créés en 1984 sur la place de Paris et n'a pas d'équivalent ailleurs. Pourquoi ce type de financement très souple, aux montants potentiellement très importants, très facile à mettre en place, n'a pas connu davantage de succès ? L'une des raisons est probablement qu'investisseurs et intermédiaires n'y trouvaient pas leur compte. Il est sûr que l'accès à ce marché doit être encore simplifié.

Un fond leasing a été créé en août 2014 ; les investisseurs de ce fond sont des institutionnels qui investissent dans un contexte de baisse des taux. Toujours en phase d'investissement, ce fond s'adresse aux ETI et grosses PME (CA supérieur à 10 Mio€) in boni pour accompagner leur croissance : il s'agit de financer leurs actifs industriels stratégiques essentiels à leur activité, sous forme de sale and lease back.

En matière d'initiative de Place récente, Novo a marqué les esprits : premier Fond de Prêt à l'économie, avec 1 Md€ investi par la CDC, des assureurs et des mutualistes, géré par deux sociétés de gestion, il a 3 objectifs : 1/ mobiliser l'investissement pour l'économie et l'emploi, 2/ investir dans les PME et ETI, 3/ développer un marché de désintermédiation. C'est un Euro PP obligataire qui s'adresse aux PME et ETI qui ont plus de 4 ans d'existence et de notation Banque de France, pour financer leurs capex ou leur croissance interne. Le ticket moyen est à ce jour encore élevé (30 Mio€) ainsi que le CA moyen des entreprises concernées (400 Mio€).

Enfin, le matin du jour de la conférence, est paru au J.O. de la Commission Européenne le règlement sur les ELTIFS, fonds européens destinés à financer les entreprises européennes sur le long terme. Applicable en France à compter du 9 décembre 2015, il permettra d'investir en capital et en dettes dans la même entreprise pour peu que sa capitalisation soit inférieure à 500 Mio€.

L'accélération de l'offre aux PME

Les ETI ayant déjà accès à ces marchés désintermédiés, c'est vers les PME que devrait se diriger la finance alternative. Toutefois, un sondage auprès des PME montrent que les banques financent très bien puisque les demandes sont satisfaites à 100% dans 90% des cas ; mais est-ce après une analyse de risques sur une base transactionnelle ? ou sur une base relationnelle compte tenu du "side business" (flux, cartes de crédit...)?

En réalité, les banques finançant de l'amortissable et du court terme, il y a la place pour la finance alternative, en complément du financement bancaire.

Mais les montants de prêts à l'économie s'élèvent à 1.400 Mds€ ; ainsi, l'évolution qui apparaît irréversible (globalement, 70% banque et 30% désintermédié actuellement pouvant devenir 50/50 dans les années qui viennent) aurait un impact colossal compte tenu des montants en jeu : où nous conduira un changement de curseur ne serait-ce que de 10% ? quel peut être l'impact en macro économie ? Un travail d'analyse et d'anticipation reste à faire.

Toutefois, les opérations mises en places pour des groupes et des ETI cotées et notées seront plus difficiles à mettre en place pour des PME/ETI moins connues et qui trouveront lourd un travail de notation à 30 ou 40 K€. Il reste donc aussi, pour que l'offre aux PME puisse se généraliser, à trouver une manière "industrielle" d'utiliser toutes les informations déjà disponibles pour faire des évaluations quasi-permanentes avec des outils pratiques et peu chers.

Comment bénéficiaire de cette nouvelle offre de financement

L'étape préalable est de considérer les relations existantes avec ses banques : faire ce type d'opérations les avoir informé au préalable est impossible, le leur demander est dommage (en premier lieu parce que ce ne sont pas

du tout les mêmes interlocuteurs). L'idéal est de faire cette opération en toute transparence et de faire un montage dans lequel les banques auraient par exemple 20% en Euro PP ou en prêt.

Il faut également avoir une vision très claire de la géographie de son capital, de la structure de son financement (dettes/Fonds propres ? maturité ? profil de liquidité ? contenu des contrats bancaires ? garanties données aux banques ?...), et de son Business Plan (info/mémo aux investisseurs qui n'ont pas de vision sur les flux et qui ne connaissent pas l'historique, facteurs de risques...). Cette étape préalable passe souvent pour secondaire ou est traitée trop rapidement : elle est pourtant incontournable. Une fois terminée, elle permettra, par exemple, à un Euro PP de se mettre en place en 8 semaines.

L'investisseur, pour un Euro PP, exigera d'être pari-passu avec les banques : la meilleure façon de faire est de remettre à plat tous les financements que l'on pourra centraliser autour d'un club-deal dans lequel se fera également cet Euro PP. A noter qu'à la sanction fréquente en cas de défaut, certains investisseurs sont plus souples et préfèrent un surenchérissement du prix pendant la période durant laquelle le covenant est dépassé. D'autres clauses comme le Negative Pledge ou le Change of Control restent néanmoins obligatoires.

Un conseil aux entreprises et aux investisseurs demandé aux 5 intervenants par Nolwenn Simon, qui animait les débats

Stéphane Blanchoz : "aux investisseurs : être le plus ouvert possible, ne pas avoir de dogme sur les modes de financements"

Jean-Baptiste Magnen : "aux emprunteurs : savoir reconnaître le vrai partenaire financier qui ne sera pas opportuniste dans l'offre de financement mais qui vous accompagnera tout au long du financement, notamment en cas d'incident"

Gérard Soularue : "pas de conseil, une demande : la plupart des financements futurs vont être faits sous ces formes évoquées ce soir. Réfléchissons à ce que les besoins puissent être mis en place à Paris, qui a tous les atouts, plutôt que dans un pays qui n'est pas dans la zone Euro et qui ne sera peut-être pas dans l'U.E ! Et aidons les entreprises à aller sur ce marché en faisant des documentations qui leur soient compréhensibles"

François Drouin : "aux emprunteurs : la désintermédiation est en marche : profitez-en quitte à faire appel à un professionnel, un professionnel français"

Olivier Magnin : "aux emprunteurs : ne surtout pas faire l'impasse sur la phase de préparation"

Présentation de FI+

Après une session de questions-réponses (incluses ci-dessus), Susanne Liepmann, nouvelle Présidente de FI+, a clôturé les débats, et rappelé toute la valeur ajoutée de FI+ en tant que méta-réseau fédérant les réseaux de la finance d'entreprise et rassemblant près de 21,000 financiers d'entreprise.

Elle a donné rendez-vous pour la conférence animée par G9+ et en coopération avec FI+ sur le thème « La révolution digitale et les métiers de la finance » qui aura lieu le 6 Octobre prochain.



www.fi-plus.com



<https://www.linkedin.com/grp/home?gid=8231502&sort=RECENT>