

LE FINANCEMENT DE MARCHÉ DES ETI : SITUATION ET DÉTERMINANTS

JEAN BOISSINOT*
THOMAS MARX**

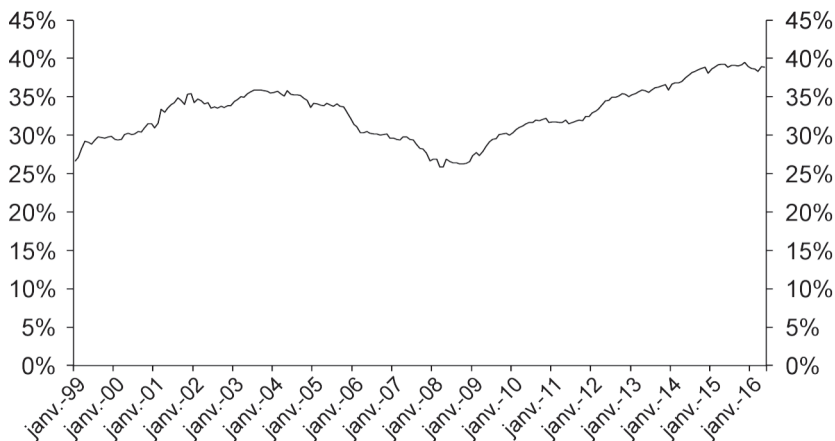
Le financement des entreprises françaises a connu une série d'évolutions profondes depuis le début des années 1980. Jusque dans les années 1970, le financement de l'économie française s'inscrivait dans une logique d'« économie de l'endettement » (Hicks, 1974), système dans lequel un secteur bancaire refinancé auprès de la banque centrale joue un rôle essentiel, tandis que les marchés de capitaux sont étroits et cloisonnés. Si les réformes engagées à partir de 1983-1984 pour faire émerger un marché financier unifié et plus profond concernent principalement les marchés sur lesquels le souverain et les banques se financent ou se refinancent, le financement des entreprises a constitué dès l'origine une dimension à part entière de cet agenda de réformes (Castel *et al.*, 1991 ; Hautcœur, 1996) : réforme des cotations et création du second marché (1983), suppression de l'encadrement du crédit (1984), ouverture des marchés monétaires aux non-banques (1985), etc. Ainsi, à la fin des années 1980, les bases d'un financement des entreprises françaises par des marchés de capitaux bien intégrés globalement sont posées. Néanmoins ce développement a été très progressif depuis les années 1990, marqué par des phases successives de développement du financement de marché, puis de renforcement du rôle des banques (cf. graphique 1 *infra*).

195

* Direction générale du Trésor ; professeur associé, ENSAE ; Louis Bachelier Fellow.
Contact : Jean.BOISSINOT@dgtrésor.gouv.fr.

** Direction générale du Trésor. Contact : Thomas.MARX@dgtrésor.gouv.fr.

Graphique 1
Part des titres de dettes dans le financement total
des entreprises françaises



Source : Banque de France.

Cette évolution a souvent été analysée à l'aune des ajustements nécessaires du comportement des entreprises (Icard et Drumetz, 1994 ; Hautcœur, 1996 ; Renversez, 2008). En effet, la sortie d'une « économie de l'endettement » implique une évolution d'une logique de contrainte de liquidité à une contrainte de solvabilité et donc un passage à une « économie de fonds propres » dans laquelle l'autofinancement (c'est-à-dire la capacité de génération interne de capitaux propres permettant un financement équilibré des investissements) devient un enjeu pour les entreprises. Cette évolution a sans doute été la plus significative initialement, avec des phases de désendettement à la fin des années 1980, puis au milieu des années 1990. Elle est aussi particulièrement sensible dans un contexte où le recours au marché obligataire était auparavant essentiellement le fait de grands groupes publics ou opérant dans des secteurs fortement régulés.

D'autres travaux ont cherché à mesurer l'ampleur du phénomène de « désintermédiation ». Suivies et commentées au travers du prisme du taux d'intermédiation (Hairault *et al.*, 1991 ; Boutillier et Bricongne, 2006), ces évolutions ont nourri un débat sur le rôle respectif des banques et des autres institutions financières dans le financement de l'économie française (Capelle-Blancard, 2000) ou ont mis en évidence la place des marchés dans l'importance prise par le reste du monde dans ce financement (Boutillier et Bricongne, 2006). S'ils permettent d'illustrer les tendances à l'œuvre, ces travaux portent davantage sur le rôle de l'intermédiation financière dans la perspective d'un bouclage macro-

financier rendu nécessaire par les différences entre les préférences des épargnants et les besoins de financement exprimés par les entreprises (Garnier, 2012 ; Gallès et Garnier, 2015).

En complément de ces approches plus macroéconomiques focalisées sur les évolutions de (et les contraintes sur) la demande de financement des entreprises et les rôles des institutions financières dans le bouclage macrofinancier, cet article adopte un angle davantage microéconomique et s'attache à mettre en perspective les dynamiques observées depuis la fin des années 1990 et, plus particulièrement, depuis la crise de 2007-2008 avec les évolutions de l'offre de financement, les déterminants microéconomiques de la demande et les caractéristiques particulières des marchés.

Après avoir présenté les formes de l'endettement non bancaire et leur développement (première partie), l'article passe en revue (deuxième partie) les déterminants de l'endettement non bancaire dans ses différentes dimensions (choix d'un financement privé ou accès aux marchés publics, dans le cadre d'un financement privé, choix d'un financeur bancaire ou non bancaire). Les tendances récentes sont ensuite analysées au travers de ce prisme (troisième partie) avant de dégager quelques perspectives pour le financement des entreprises de taille intermédiaire (ETI)¹ par le marché (quatrième partie).

197

L'ENDETTEMENT NON BANCAIRE DES ENTREPRISES

Le financement des sociétés non financières recouvre à la fois² :

- des financements internes correspondant au renforcement des fonds propres par la mise en réserve et l'incorporation progressive des résultats (autofinancement), mais aussi un ensemble de relations financières intragroupe (à la fois en fonds propres et en dette) ;
- un financement externe en fonds propres (via l'émission de titres de capital sur les marchés, la conversion d'obligations convertibles ou remboursables en actions ou la souscription dans le cadre d'un investissement en *private equity*) ou en dette (crédit originé par un établissement bancaire, crédit originé par un autre type d'établissements, émission d'obligations sur les marchés ou dans un cadre privé).

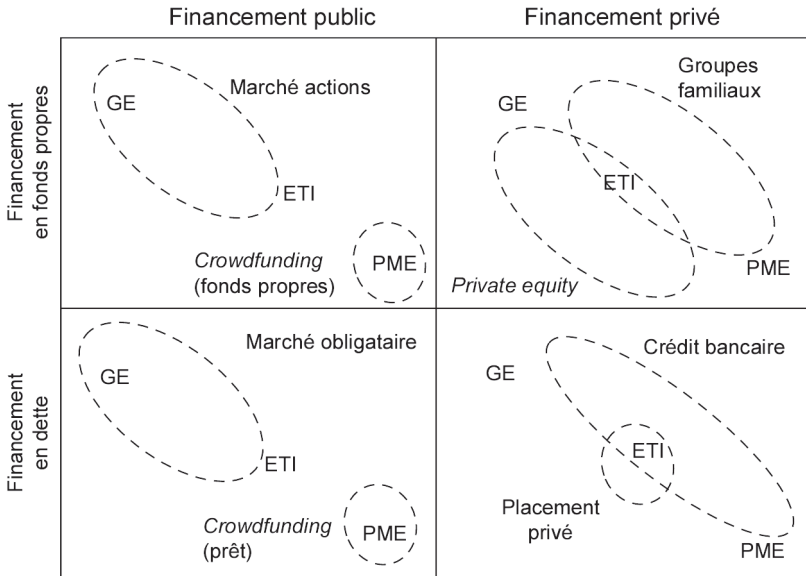
Parmi les financements externes, on peut distinguer :

- des financements publics, par le biais de titres de capital ou de dettes, admis à la négociation dans le cadre de marchés et qui donnent lieu à publication d'informations régulières par l'entreprise émettrice ;
- des financements privés pour lesquels les flux d'informations sont conservés confidentiels entre l'entreprise et ses financeurs, et susceptibles d'être conservés à maturité par ces derniers – le crédit bancaire est une forme particulière de financement privé en dette, puisqu'il s'agit

d'une dette contractée auprès d'un établissement bancaire dans un cadre privé.

Ainsi l'endettement non bancaire recouvre en fait une grande diversité de formes. Il s'agit usuellement de financement public (émission publique de titres obligataires sur un marché ou financement participatif, *crowdfunding*), mais aussi de formes privées qui varient par leur forme juridique (crédit ou obligation), la nature de leurs investisseurs (investisseurs institutionnels, fonds, voire particuliers), leur taille, etc. (cf. schéma).

Schéma
Formes de financements externes des entreprises



198

Source : d'après les auteurs.

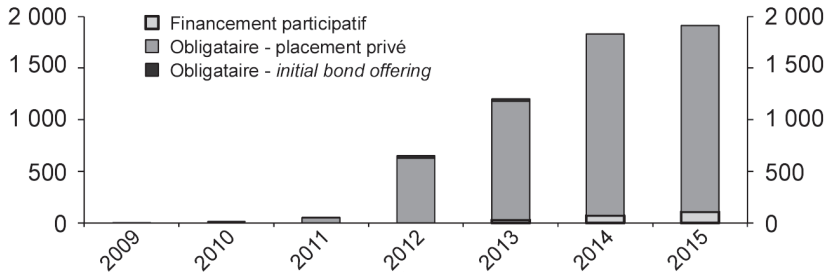
Les formes de financements obligataires publics concernent essentiellement les grandes entreprises (GE), les émissions obligataires publiques concernent une infime minorité de petites et moyennes entreprises (PME) et d'ETI (Boutron *et al.*, 2014). L'endettement non bancaire des PME et des ETI correspond principalement à un financement sous forme de placement privé (Euro PP), le *crowdfunding* jouant lui aussi un rôle limité (cf. graphique 2 *infra*).

On observe parmi les entreprises françaises une grande diversité des structures et des situations financières en fonction de leur taille, mais aussi au sein de chacune des catégories de taille (Carlino et Lefilliatre, 2014). On constate cependant que, d'une manière générale, les ETI

présentent des caractéristiques économiques (évolution des résultats, rentabilité, investissement) assez proches des GE, tandis qu'en termes de structures de financement, elles sont sensiblement plus proches des PME que des GE. Cette similarité est particulièrement marquante en matière de financement en dette : les crédits représentent 55 % de l'endettement financier des ETI et atteignent 66 % de celui des PME, contre moins de 15 % pour les GE, tandis que les financements obligataires représentent plus du double des encours de crédits bancaires pour les GE, mais respectivement moins de 30 % et moins de 5 % des encours de crédits bancaires pour les ETI et les PME (Carlino et Lefilliatre, 2014).

Graphique 2

Principaux financements en dette non bancaire des PME et des ETI (en M€)

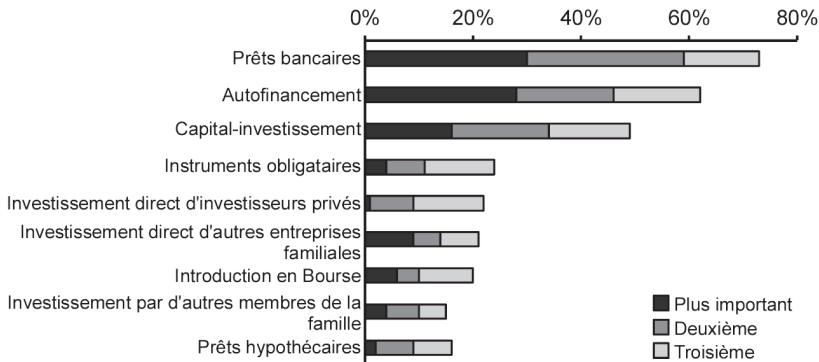


Sources : AFIC (Association française des investisseurs pour la croissance) ; Dealogic ; Alternext.

D'une manière générale, la forte prévalence du crédit bancaire et de l'autofinancement (éventuellement, du capital-investissement) dans le financement des ETI familiales marque une prédominance des formes de financements privés (cf. graphique 3).

Graphique 3

Principaux financements des ETI familiales



Source : enquête KPMG (2014) sur le financement des ETI familiales.

LES DÉTERMINANTS DE L'ENDETTEMENT NON BANCAIRE DES ENTREPRISES

Alors qu'elles sont économiquement équivalentes, la forte polarisation de l'endettement non bancaire des entreprises (financement public plutôt confiné à une population de GE, financement essentiellement privé des ETI) suggère que les déterminants du choix entre modalités publiques et privées du financement, d'une part, et, au sein des financements privés, entre financement bancaire et endettement privé non bancaire, d'autre part, jouent un rôle prépondérant dans leur développement. Ce choix peut répondre à trois types de considérations (Kale et Meneghetti, 2011) : des considérations liées à la production d'informations, d'autres liées au besoin de surveillance des entreprises par les créanciers et d'autres encore liées à la gestion des restructurations et des faillites.

Information

Les modèles expliquant le choix entre un endettement public ou privé par des considérations liées à la production d'informations s'articulent autour de deux idées :

- la production d'informations peut être (plus) coûteuse dans le cas d'un financement public par rapport à une relation bilatérale (financement privé non bancaire ou crédit bancaire) ;
- la firme peut valoriser le maintien de la confidentialité de certaines informations pourtant nécessaires aux financeurs.

Le rôle du coût de production d'informations s'apprécie à la fois à l'échelle de la firme et à l'équilibre du marché.

À l'échelle d'une firme, le compte rendu normalisé qu'implique un financement public constitue un coût fixe plus facilement amorti par une entreprise de grande taille ayant un accès récurrent aux marchés de capitaux, un accès facilité aux conseils et des équipes financières plus étoffées. Cet effet relatif est renforcé par le fait que les contraintes de ces comptes rendus peuvent être prises en compte dans le cadre des exercices de consolidation des comptes et donc représenter, dans l'absolu, un coût moindre pour les entreprises de plus grande taille présentant une certaine complexité comptable. Dans ces conditions, les coûts liés au recours à un financement public de marché peuvent justifier que les entreprises de plus petite taille (ETI et PME) préfèrent un financement privé. À l'extrême, on peut considérer que dans la mesure où une banque a une forme de connaissance spécifique de l'entreprise (visibilité sur les comptes et donc de la position de trésorerie à chaque instant), le financement bancaire constitue l'option la plus économique nécessitant une information du créancier limitée au dépôt annuel des comptes.

À l'équilibre du marché, ce coût correspond aussi à celui de l'analyse de la situation de l'entreprise. Dans des formes de financements privés, il s'agit du coût pour les investisseurs à analyser l'information fournie par l'entreprise. Ce coût est néanmoins systématiquement inférieur aux coûts associés à un accès aux marchés publics qui comprennent à la fois ces coûts d'analyse des investisseurs (recherche *buy side*), mais aussi les coûts associés à la nécessité pour l'émetteur de recourir à une notation et, au-delà de la notation, à ceux de la recherche *sell side* qui va de pair avec l'existence d'un marché liquide (alors même qu'il existe un problème de passer clandestin pour l'équilibre économique de cette recherche qui pousse à la privatisation de ces financements). Pour des ETI ou des PME (qui émettraient donc potentiellement assez peu souvent et pour des volumes faibles, ne permettant pas qu'existe réellement un marché liquide pour ces titres), l'ensemble de ces coûts ne pourraient pas être amortis sur les émissions (marché primaire) et les transactions (marché secondaire). Dans ces conditions, des financements privés domineront pour des raisons de coûts. Là encore, pour les entreprises de plus petite taille, le financement bancaire peut représenter une forme optimale de financement en termes de coûts, puisque l'analyse n'est pas répliquée³.

Au total, dans ces modèles, une firme choisira un financement public seulement si les conditions de taux qu'elle peut trouver dans le marché compensent ses surcoûts de production d'informations associés à l'accès à un marché public. Dans la mesure où la plupart des surcoûts sont fixes ou convexes, il existera une taille d'émission/d'émetteur à partir de laquelle le financement public constituera une option efficace.

La confidentialité des informations peut aussi constituer un autre ressort du choix entre financement public et privé. Certaines informations nécessaires aux financeurs, voire le signal d'un accès au marché, présentent un intérêt pour les concurrents de la firme qui souhaitera donc en conserver la confidentialité. Dès lors, on peut observer une interaction entre la structure de financement des entreprises et l'intensité de la concurrence sur les marchés dans lesquels elles opèrent. En particulier, les firmes les plus innovantes peuvent valoriser des financements systématiquement privés, même si ceux-ci apparaissent plus onéreux.

Covenants et surveillance

Les modèles expliquant le choix entre endettement public et privé par des considérations liées aux besoins de surveillance reposent sur une production d'informations *ex post* (à la différence des modèles discutés *supra* où c'est la production d'informations *ex ante* qui est prise en compte) : compte tenu de l'asymétrie de l'exposition aux risques des

projets des actionnaires, les firmes se finançant par dette peuvent prendre des décisions défavorables aux créanciers soit en s'engageant dans des projets excessivement risqués, soit en n'engageant pas des projets dont les flux de trésorerie bénéficieraient prioritairement aux créanciers. Cette situation peut justifier à la fois des clauses restrictives (*covenants*) au contrat de dette et une surveillance des créanciers.

Or l'inclusion de *covenants* dans le contrat de dette peut être mal adaptée au contexte d'une opération publique à la fois pour des questions de cohérence temporelle des investisseurs (les investisseurs présents au moment de l'émission ne seront vraisemblablement pas autour de la table lors de la survenue d'un problème) et en raison des problèmes de passager clandestin dans la mise en œuvre de la surveillance des clauses (de la même manière que la production d'informations nécessaire au fonctionnement d'un marché suffisamment liquide peut peiner à trouver son équilibre économique, la surveillance continue de l'entreprise nécessite un investissement qu'il serait plus efficace de mutualiser).

Les financements privés constitueront donc une solution dominante dès lors que le profil de risque de la firme peut justifier des *covenants* spécifiques et/ou qu'une surveillance augmente la valeur de la firme ou de sa dette en accroissant la probabilité d'un remboursement sans incidents. Un financement dans le cadre d'une relation bancaire récurrente constitue de ce point de vue un cas extrême dans lequel la répétition des décisions de crédit vient renforcer une surveillance continue. Moins diversifiées, les ETI et, *a fortiori*, les PME auront donc plutôt recours à des financements privés, et notamment bancaires dans le cas des PME pour lesquelles la mutualisation de la surveillance aura le plus de valeur.

Faillites et restructuration

Dans la mesure où un financement privé peut comprendre davantage de *covenants*, mais aussi une plus grande capacité à rassembler les créanciers afin de renégocier ces clauses, voire d'engager une restructuration, ce type de financements sera plus adapté à une firme présentant un profil de risque plus marqué. Cette supériorité sera renforcée par la possibilité pour le contrat d'inclure des clauses de restriction à la vente de ces titres ou de ces crédits (notamment pour répondre au souhait de la firme ou de certains de ses créanciers de maîtriser le profil de possibles interlocuteurs en cas de renégociation ou de restructuration).

Néanmoins, dans ce domaine, un intermédiaire bancaire est généralement mieux armé pour détecter et gérer une situation de détresse de la firme et réagir en prenant en compte les éventuelles perspectives d'affaires à la suite d'une restructuration (et donc renoncer à certaines

créances, voire apporter de nouveaux financements). Outre les avantages en matière de surveillance qui lui permettent d'avoir une meilleure connaissance de la firme et compréhension de sa situation par rapport à d'autres types de créanciers (cf. *supra*), la banque est également plus incitée que d'autres investisseurs à maintenir sa réputation dans la sélection des financements qu'elle accorde et donc à allouer les ressources nécessaires au bon traitement des dossiers litigieux.

Au total, même si un financement bancaire s'avère parfois plus onéreux (voir le coût du capital réglementaire), la firme pourra valoriser l'option d'un traitement efficace d'une situation de détresse.

Ces trois types d'explications (qui sont globalement validés empiriquement, voir Kale et Meneghetti, 2011, même si certaines spécificités des entreprises françaises peuvent conduire à relativiser l'une ou l'autre de ces dimensions) permettent de déterminer de manière statique la nature des arbitrages en jeu dans le choix entre dette bancaire et non bancaire, d'une part, dette privée et publique, d'autre part.

Au regard des déterminants précédents, les firmes tendent à préférer un financement privé dès lors que :

- les coûts de production d'informations sont importants (entreprises de plus petite taille, entreprises jeunes dont le modèle d'affaires n'a pas clairement démontré sa résilience) ;
- la préservation de l'information confidentielle est valorisée par l'entreprise ;
- des conflits d'objectifs peuvent subvenir (entre les dirigeants et les actionnaires, ou avec les créanciers), justifiant une surveillance des créanciers ;
- la nécessité de *covenants* est avérée (cf. *supra*) et la possibilité d'une renégociation des termes du contrat est valorisée par l'ensemble des parties.

De plus, un financement bancaire apparaît le plus souvent optimal pour les PME en raison des coûts de production d'informations et de surveillance (inefficacité de la duplication, avantage absolu de la banque compte tenu de sa connaissance de l'entreprise et de sa situation). Un financement bancaire est aussi dominant sous l'angle de la restructuration.

Néanmoins d'autres facteurs d'explication peuvent faire évoluer ces choix :

- l'évolution des contraintes des investisseurs et des banques : le renforcement des exigences prudentielles auxquelles sont soumis les établissements de crédit conduit à un renchérissement d'un financement porté au bilan d'une banque, cet effet pouvant être plus prononcé

pour certains types de risques. Dans le même ordre d'idées, le changement de cadre prudentiel dans l'assurance peut conduire à revisiter l'ensemble des segments de l'allocation de l'actif de ces sociétés. *In fine*, toute évolution, à un niveau de segmentation fin, du traitement prudentiel relatif d'une même dette peut conduire à des phénomènes de réallocation ;

- les évolutions de l'environnement macrofinancier : la perspective de la monnaie unique ou encore la baisse des taux ont pu conduire de nouveaux investisseurs à investir de nouveaux segments de marché⁴. De manière générale, au-delà de l'ensemble des autres facteurs, le contexte macrofinancier est propice à l'apparition de situations dans lesquelles le potentiel de nouvelles pratiques est nettement mis en évidence (par exemple, la recherche de rendement liée à l'environnement actuel de taux bas a contribué à absorber les coûts d'apprentissage de certains acteurs sur certains segments et a révélé l'ampleur véritable des coûts fixes en jeu dans l'arbitrage entre différentes formes de financement). *A contrario*, ces évolutions peuvent aussi conduire à refermer certains segments de marché (lorsque les coûts de refinancement des banques s'assouplissent fortement, en particulier après une période de tensions, ou dans un scénario de renormalisation de l'environnement de taux conduisant potentiellement à un recentrage des investisseurs vers les classes d'actifs traditionnelles).

204

LE DÉVELOPPEMENT DE L'ENDETTEMENT NON BANCAIRE DES ENTREPRISES : DES FACTEURS D'OFFRE ET UNE ADAPTATION AUX CONTRAINTES DE LA DEMANDE

Il est possible de revisiter le développement de l'endettement non bancaire des entreprises (et d'apprécier leurs perspectives) à l'aune des évolutions de ces différents facteurs.

Schématiquement, on peut identifier trois phases dans le développement du financement des entreprises par les marchés :

- initialement, le développement est porté, au milieu des années 1980, par la vague de libéralisation ;
- par la suite, la perspective de la mise en place de l'euro contribue à l'essor des marchés obligataires à l'échelle de la zone euro et donc à un approfondissement très substantiel du marché ;
- enfin, on observe une dernière phase de développement à partir de 2008 avec, depuis 2012, l'arrivée sur le marché d'une nouvelle population d'émetteurs de taille intermédiaire (et d'investisseurs présentant une appétence pour ces titres).

Des facteurs macroéconomiques ont joué un rôle primordial au cours des années 1990, puis depuis 2008. Dans le premier cas, la

perspective de la monnaie unique a permis l'émergence d'une demande désormais paneuropéenne (voire globale) qui a particulièrement profité à l'économie française, compte tenu de l'importance des entreprises de très grande taille, les plus à même de se financer sur les marchés. En 2008, le développement est intervenu dans un contexte où la crise induit un renchérissement du coût du financement bancaire (voire une raréfaction temporaire de l'offre de financement bancaire) conduisant à un arbitrage en faveur du financement de marché de la part des émetteurs réguliers. Ces deux épisodes ont été marqués par le dynamisme des encours d'obligations émises sur les marchés publics.

Par la suite, l'environnement de taux bas a pu contribuer à nourrir une demande des investisseurs pour de nouvelles populations d'émetteurs et permettre l'émergence de nouveaux segments de marché, essentiellement dans des formes privées. Ce mouvement a été d'autant plus accentué que les évolutions respectives des cadres prudentiels de la banque (Bâle III, CRD IV/CRR) et de l'assurance (Solvabilité II) conduisaient à une contrainte de bilan plus marquée pour les établissements de crédit, mais une détente de la contrainte de l'allocation d'actifs pour les sociétés d'assurances⁵.

Cet épisode a principalement vu le développement de nouveaux instruments privés qui ont trouvé leur place dans un segment de taille d'émissions (de quelques dizaines de millions d'euros à 250 M€-300 M€) sur lequel l'équilibre d'un accès au marché public semble toujours compliqué. La création de ce marché interstitiel correspond en effet à une situation où les coûts de production d'informations restent élevés et où certaines des ETI concernées continuent de valoriser fortement la confidentialité des informations qu'elles transmettent à leurs financeurs. *A contrario*, les tentatives d'élargissement de la base des émetteurs publics ont été plutôt un échec. À titre d'exemple, l'offre *d'initial bond offering* (IBO) mise en place par Euronext n'a été utilisée que par cinq entreprises, pour une levée cumulée de 70 M€. Dans un contexte de forte concurrence entre financeurs, le succès du placement privé et l'échec du développement du marché public s'expliquent par un phénomène de double antisélection : les investisseurs cherchant à diversifier leurs actifs tendent à financer d'abord des entreprises présentant un bon profil de risque (ces entreprises voient donc leurs coûts et/ou leurs conditions de financement s'améliorer en raison d'une concurrence accrue entre leurs financeurs bancaires traditionnels et ces nouveaux acteurs), les entreprises de risque intermédiaire sont financées par les banques (qui renforcent leurs positions dans cette population, compte tenu de la perte de leurs meilleures contreparties). Les seules entreprises présentant un besoin de financement non satisfait dans le cadre de ce nouvel écosystème (dette non bancaire privée et crédit

bancaire) sont celles qui présentent un profil de risque trop dégradé et qui peuvent parfois se tourner vers les marchés publics où elles trouvent des conditions de financement d'autant plus favorables qu'elles y rencontrent des investisseurs peu avertis/sophistiqués, incapables d'apprécier vraiment l'adéquation du risque pris avec sa tarification.

Le développement du placement privé a aussi été facilité par des arrangements permettant une réduction du coût de surveillance (voire du coût d'apprentissage de cette surveillance) : partenariats entre des établissements bancaires et des investisseurs institutionnels pour la constitution de portefeuilles ou le partage de l'analyse et création de sociétés de gestion spécialisées. Enfin, certaines initiatives ont visé à une réduction des coûts de transaction sur ces marchés par le biais d'une plus grande standardisation du fonctionnement du marché et de la documentation⁶.

Néanmoins, depuis 2015, la forte baisse des coûts de refinancement des banques a pu contribuer à modifier à nouveau les arbitrages en faveur du financement bancaire.

LES ENJEUX DU DÉVELOPPEMENT DU FINANCEMENT DE MARCHÉ DES ETI, ET AU-DELÀ

206

Les progrès du financement de marché des ETI sont réels, mais ils restent, à ce stade, limités. Il n'est pas pertinent de porter un jugement normatif sur le niveau de désintermédiation de leur modèle de financement. D'ailleurs, les évolutions dans le sens d'une plus grande place de financeurs non bancaires dans le financement des entreprises posent la question de l'adéquation d'un modèle de financement par nature plus heurté avec un fonctionnement du marché du travail dans lequel les délais d'ajustement restent structurellement longs. Néanmoins, même en l'absence d'évolutions fondamentales sur le marché du travail, un modèle plus diversifié est probablement souhaitable pour assurer une plus grande fluidité, voire, en cas de tensions financières, une plus grande résilience dans le financement en dette de ces entreprises. Le développement récent d'un marché de placement privé permet de répondre aux contraintes de ces entreprises pour lesquelles le marché public n'est pas nécessairement adapté, mais il fait encore face à trois grands enjeux.

La circulation de l'information financière dans un univers qui n'est ni public ni bancaire reste un chantier assez largement ouvert avec un enjeu à la fois de coût de production de l'information et de sécurisation de sa diffusion (à des niveaux éventuellement différenciés selon les contreparties).

La surveillance et, plus largement, la gestion de ces titres constituent un autre enjeu alors que les nouveaux investisseurs doivent construire

leur expérience et trouver collectivement une organisation efficace en termes de centralisation et de renforcement de certaines fonctions (représentation de la masse), mais aussi de spécialisation dans le suivi, l'analyse et la relation des investisseurs avec les entreprises, alors que l'économie générale du marché reste marquée par la nécessité de mutualisation de certaines dimensions et la tentation de comportements de passager clandestin. Dans ce domaine, la gestion des restructurations constituera un test critique dans le développement d'un marché mature et pérenne.

Enfin, si le contexte macrofinancier et réglementaire a été porteur pour le développement du marché dans un premier temps, le net retour des banques à la faveur de la baisse de leurs coûts de refinancement et de la fin des ajustements prudentiels pourrait marquer un coup d'arrêt. De ce point de vue, les acteurs qui restent encore largement novices et n'ont pas encore traversé un cycle de crédit complet pourraient renoncer à achever leur apprentissage.

Plus largement, le renforcement des « infrastructures » du marché et l'amélioration du cadre réglementaire (au niveau européen comme au niveau national) devraient permettre la consolidation de ce marché qui permet aux ETI de disposer d'un nouvel instrument de financement, mais il reste à la merci d'aléas macroéconomiques majeurs.

207

Suivant la logique qui a présidé à l'apparition de ce marché au cours des cinq dernières années, on peut s'interroger sur le développement possible de nouvelles pratiques d'endettement privé non bancaire de taille plus réduite (quelques centaines de milliers à quelques millions d'euros). Une telle évolution serait nécessairement distincte du marché du placement privé qui cherche encore son équilibre, mais semble avoir trouvé sa place. Elle passerait certainement par une standardisation plus forte des termes du financement et une approche de la surveillance, voire de la restructuration, moins différenciée entre entreprises. Ce sont, au fond, les questions de la possibilité d'une titrisation de crédits PME qui se posent à nouveau. Quel est l'appétit des investisseurs institutionnels ? Est-il souhaitable d'ouvrir ce type d'actifs à des investisseurs particuliers et, le cas échéant, comment ? Quel est le potentiel de diversification d'une telle approche ? Quels sont les coûts de structure minimaux et comment les atteindre ? Quelles sont les conséquences de ce développement pour les entreprises ?

Fondamentalement, ces évolutions posent aussi la question de l'impact de l'extension de l'offre de financement en dette aux entreprises sur la qualité de leur risque et conduisent à s'interroger sur les conséquences macroéconomiques et les formes de régulation souhaitables d'une offre de crédit désormais largement extra-bancaire.

NOTES

1. Au sens de la loi de modernisation de l'économie de 2008, les ETI sont des entreprises dont l'effectif est compris entre 250 et 5 000 personnes et dont le chiffre d'affaires annuel est compris entre 50 M€ et 1 500 M€ ou dont le total de bilan est compris entre 43 M€ et 2 000 M€.
2. On ne prend pas en compte ici le crédit interentreprises dont les encours représentent cependant un montant d'un ordre de grandeur analogue à ceux des financements externes en dette.
3. Cette absence de réplication peut ne pas être optimale si la banque fait des erreurs d'analyse ou si sa grille d'appréciation interne (traduisant son appétit pour le risque au moment où la firme a sollicité un crédit) contribue à pénaliser certaines des caractéristiques de l'entreprise pour des raisons propres à la banque (c'est-à-dire alors que d'autres financeurs seraient amenés à prendre d'autres décisions).
4. Les rendements souverains allemands étaient à l'été 2016 négatifs jusqu'à dix ans (neuf ans pour les rendements souverains français) ; le *spread* des obligations d'entreprises européennes à haut rendement atteint pour sa part 400 points de base (pdb), contre 750 pdb en moyenne en 2012.
5. L'évolution de Solvabilité II a été anticipée en France au travers de l'introduction des fonds de prêts à l'économie en 2013.
6. On peut penser à l'initiative visant à structurer le marché de l'Euro PP ayant conduit à l'adoption d'une charte (2014) et à l'élaboration d'une documentation type (2015) et, de manière analogue, aux travaux engagés au niveau européen.

BIBLIOGRAPHIE

208

- BOUTILLIER M. et BRICONGNE J.-C. (2006), « Évolution du taux d'intermédiation financière en France (1994-2004) », *Bulletin de la Banque de France*, février.
- BOUTRON E., DE SÉVERAC B. et DESSERTINE P. (2014), « Le marché obligataire *corporate*, un levier pour les PME-ETI », *Revue d'économie financière*, n° 114.
- CAPELLE-BLANCARD G. (2000), « Une nouvelle mesure du taux d'intermédiation financière : l'approche en volume », *Revue d'économie financière*, n° 59.
- CARLINO L. et LEFILLIATRE D. (2014), « Les entreprises en France en 2013 : tirée par les grandes entreprises, la rentabilité se redresse », *Bulletin de la Banque de France*, 4^e trimestre.
- CASTEL M., ULLMO Y. et WAHL P. (1991), « Nouvelle intermédiation, développement des marchés et financement des entreprises », *Revue d'économie financière*, n° 16.
- GALLES C. et GARNIER O. (2015), « L'impact de la réglementation bancaire sur le modèle de financement de l'économie », *Annales des Mines – Réalités industrielles*.
- GARNIER O. (2012), « Vers quel nouveau modèle de financement de l'économie en France et dans la zone euro ? », in *Rapport du CAE « Le financement de l'économie dans le nouveau contexte réglementaire »*.
- HAIRAULT J.-O., LECOINTE F. et PORTIER F. (1991), « Dix ans d'intermédiation financière en France », *Revue d'économie financière*, n° 16.
- HAUTCŒUR P.-C. (1996), « Le marché financier français de 1945 à nos jours », *Risques*, janvier-mars.
- HICKS J. (1974), « Capital Controversies: Ancient and Modern », *American Economic Review*.
- ICARD A. et DRUMETZ F. (1994), « Développement des marchés de titres et financement de l'économie française », *Bulletin de la Banque de France*, juin.
- KALE J. R. et MENEGHETTI C. (2011), « The Choice between Public and Private Debt: a Survey », *IIMB Management Review*.
- RENVERSEZ F. (2008), « De l'économie d'endettement à l'économie de marchés financiers », *Regards croisés sur l'économie*.