



DÉSINTERMÉDIATION

Des débuts poussifs

La dette privée réclame des structures de marché efficaces et ne se développera qu'à long terme.

www.agefi.fr/actualite-eclairages

PAR FRÉDÉRIQUE GARROUSTE

Les débuts de la désintermédiation n'ont pas donné lieu au démarrage en trombe auquel on pouvait s'attendre. Certes, le financement direct des agents

économiques par les investisseurs occupe beaucoup les esprits, et avec la réduction des bilans bancaires imposée par Bâle 3, la donne a indéniablement changé. « *La part du financement de l'économie par le marché atteint à présent un niveau record, avec un chiffre de près de 40 % en cette fin 2014* », indique

François Meunier, président d'Alsic Conseil, à propos des flux de financements en France. Toutefois, au cœur de la nouvelle configuration, la dette privée ne concerne encore que des encours limités. « *Un investisseur américain peut avoir jusqu'à 25 % de ses investissements en désintermédiation, sous forme de 'loans'*, illustre Alain Bokobza, responsable de l'allocation d'actifs globale chez Société Générale. *En Europe, ce type d'actifs représente moins de 2 % des portefeuilles des investisseurs.* » En France, les investissements restent

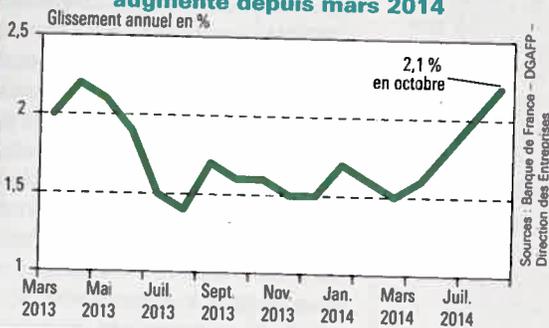
Le nouveau siège
de la Banque
centrale européenne
à Francfort.

Bloomberg

« La désintermédiation fait beaucoup parler d'elle mais le manque d'organisation pour la mettre en place est réel »

Alain Bokobza,
responsable de l'allocation d'actifs globale
chez Société Générale

L'encours de crédit aux PME augmente depuis mars 2014



limités, notamment pour les entreprises. « Avec approximativement 73 milliards de crédits bancaires accordés en 2013 aux ETI (et 194 milliards aux PME et ETI), la désintermédiation sous forme d'EuroPP, soit 1,2 milliard d'euros, représente 2 % des financements, récapitule Thierry Giami, conseiller à la direction de la Caisse des dépôts et consignations. Le potentiel de ce nouveau marché est estimé de 5 à 10 milliards. » A ce stade, le marché ne concerne qu'une frange bien limitée des entreprises. « Les investisseurs se focalisent sur un petit segment d'emprunteurs composé de noms connus, faciles à analyser, avec de gros volumes unitaires », diagnostique Richard Weiss, président de Groupe GTI.

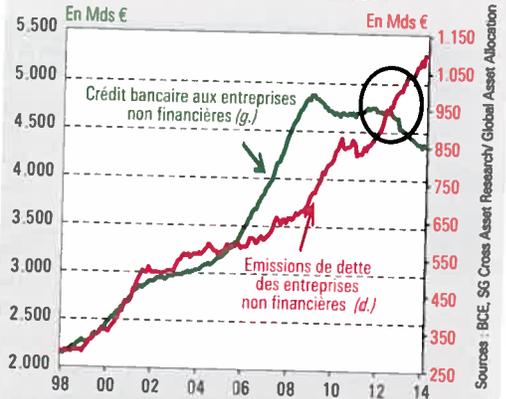
est vrai, faire appel au financement participatif (« crowdfunding »), doté depuis l'été d'un cadre clair. Mais il a drainé seulement 37 millions au premier semestre 2014, selon l'évaluation de Xerfi.

En quête d'actifs

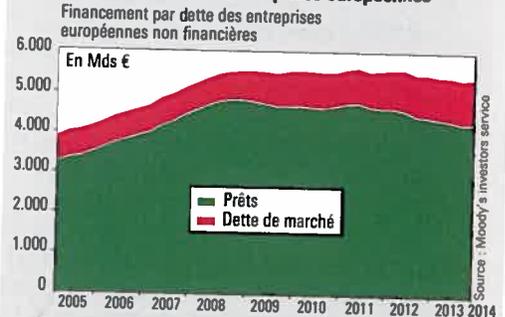
Il est vrai que le contexte économique difficile en Europe limite les opportunités de financement pour les entreprises, si bien que l'élan qui semblait porter la désintermédiation se retrouve pris à contrepied. Le désengagement des banques et la recherche de rendement des investisseurs avaient amené ceux-ci, depuis 2012, à s'intéresser à la dette privée, en direct ou via des gérants, sur les sujets d'infrastructure ou d'entreprise. Or les véhicules levés ont du

Les très petites entreprises peuvent, il

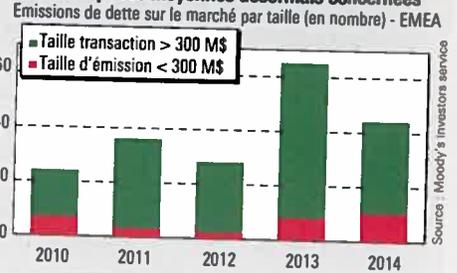
Une baisse du crédit bancaire en Europe de 9 % entre 2012 et 2014



Le crédit bancaire représente encore 79 % du financement des entreprises européennes



Les entreprises moyennes désormais concernées



mal, de l'aveu des professionnels, à se charger. « Sur notre créneau – les entreprises réalisant entre 100 et 500 millions d'euros de chiffre d'affaires –, le 'deal-flow' nous semble suffisant, assure toutefois Hervé Goigoux-Becker, directeur général chez OFI AM. Nous tablons sur une éclosion du marché en 2015. Il est pour nous stratégique. » Créé fin février dernier, le fonds de prêts OFI Crédit ETI vient de réaliser son premier investissement sur Moret Industries Group, moyennant un taux de 5 %.

Autre frein, le regain d'appétit des banques pour le crédit depuis mars dernier, y compris sur des maturités de plus de cinq ans. « Le rythme de la désintermédiation devrait ►

Première priorité, relancer la titrisation

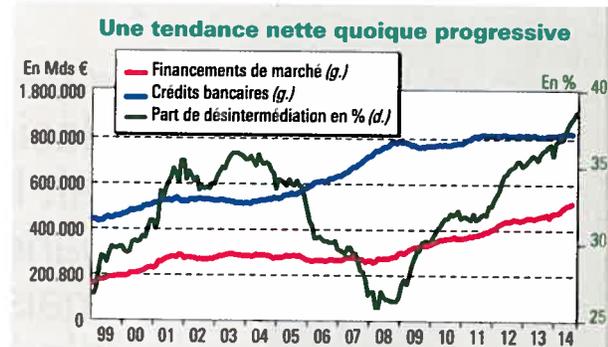
ralentir avec la capacité retrouvée des banques pour prêter aux entreprises », analyse Jean-Michel Carayon, senior vice president chez Moody's. Du coup se pose la question de poursuivre certains projets. « Des initiatives très intéressantes se font jour pour financer les entreprises et elles vont changer l'ordre des choses, en concurrençant les banques, avance François Meunier. Dans l'immédiat toutefois, compte tenu de la faiblesse des besoins de financement et du niveau très bas des taux d'intérêt, les financements alternatifs ne sont pas compétitifs pour les petites entreprises. »

Parallèlement, les établissements de crédit surveillent de près les entailles faites au monopole bancaire, en France du moins. Ainsi, le décret d'août 2013 permettant aux assureurs de financer directement les entreprises encadre précisément les nouvelles possibilités (lire l'encadré). « Les fonds de prêts ne peuvent

pas investir dans des créances commerciales, leurs sous-jacents devant avoir une maturité minimale de deux ans, explique Richard Weiss, dont la société vient de mettre au point un véhicule de titrisation de créances clients de PME, pour des portefeuilles moyens de 150.000 euros. Le paradigme actuel érige les banques en seuls prêteurs de court terme. Or ce n'est pas le financement à long terme des PME et TPE qui pose actuellement problème, c'est le court terme qui s'est asséché. » Les débats sur l'offre ou la demande de financement montrent en effet une inadéquation entre les offres de financement et les attentes des entreprises, même si l'on prend en compte la part d'autocensure des entreprises dans la demande.

Titrisation

Pourtant, imaginer des solutions alternatives de financement s'impose. En cas d'embellie économique, les banques pourraient ne pas pouvoir répondre à hauteur des besoins, surtout une fois que les ratios de levier et de liquidité de Bâle 3 joueront à plein. « La désintermédiation pour les entreprises est un phénomène qui se poursuivra à long terme, corrobore



Jean-Michel Carayon. Il est peu probable toutefois qu'on arrive à terme au même niveau de désintermédiation que les Etats-Unis, compte tenu de la diversité des marchés européens, des modèles des banques... »

Première priorité, relancer la titrisation. A ce sujet, les financements aux petites et moyennes entreprises focalisent l'attention. « En France, les taux des crédits appliqués aux entreprises prennent peu en compte leur taille, ce qui incite peu les banques à prêter aux TPE/PME », expose François Wohrer, directeur général de BBVA France. D'où l'attention portée à la titrisation, qui laisse aux banques le rôle de l'origination pour lequel leurs réseaux semblent primordiaux. Les rachats d'ABS (asset-backed securities) annoncés par la Banque centrale européenne (BCE) sont destinés à encourager ces montages, avec le risque toutefois d'un effet limité car ils ne visent que la dette senior. « Il est indispensable de se donner les moyens de déconsolider les crédits aux TPE et PME pour que l'offre de financement réponde, le moment venu, au rebond de l'économie, prévient François Wohrer. Bpifrance prévoit d'apporter sa garantie à hauteur de 3 milliards d'euros sur la titrisation des crédits aux PME, sécurisant ainsi la partie la plus risquée des montages, ce que projette de faire la BEI (Banque européenne d'investissement) au niveau européen sur les crédits aux TPE également. »

Pour l'instant, force est de constater que la titrisation reste pénalisée par Solvabilité 2. « La pondération des 'bonnes titrisations' a été un peu améliorée par rapport aux premières moutures mais reste très lourde, indique Richard Weiss. Les régulateurs

INNOVANT :

Vivarte travaille sur la mise en place d'une opération de financement de ses fournisseurs, un reverse factoring qui sera financé par une titrisation, via un fonds géré par Acofi.

Des règles plus claires en France

Attendu sous peu, le décret qui élargit aux mutuelles et aux entités qui relèvent du Code de la Sécurité sociale la possibilité d'investir dans des FPE (fonds de prêts à l'économie) précise en même temps les règles applicables à ces fonds. « Ils peuvent dorénavant investir dans des prêts à l'Etat, aux artisans et dans les OPCV*, qui n'étaient pas visés dans le décret d'août 2013 créant les FPE, précise Frédéric Lacroix (photo), avocat associé chez Clifford Chance. De même, les holdings, ainsi que les SPV (special purpose vehicles) utilisés dans les

financements de projets ou d'actifs sont maintenant éligibles. Le FPE pourra aussi désormais investir

dans des fiducies. Autre avancée importante : le décret autorise enfin la couverture du risque de devise. » Il y avait une réelle demande à l'égard de cet élargissement, qui est très significatif. Le marché des fonds de prêts à l'économie devrait donc se

développer davantage.

Le décret anti-contournement qui vient d'être publié apporte, de son côté, une clarification très attendue sur les organismes de titrisation qui seront soumis au régime juridique

issu de la directive AIFM (fonds d'investissement alternatifs).

« Schématiquement, les OT (organismes de titrisation) soumis à la directive sont ceux dont l'objectif est d'investir plus de 50% de leurs actifs dans des titres financiers ou d'autres actifs qui ne sont ni des créances, ni représentatifs de risques assurantiels, dès lors que ces actifs sont gérés de façon discrétionnaire, explique Frédéric Lacroix. En outre, le décret exclut explicitement les FPE du champ du contournement, ainsi que les véhicules d'ABCP** et les titrisations au sens de CRD4. »

*Organismes de placement collectif immobilier.

**Asset-backed commercial papers.



demeurent toujours hostiles au tranchage. » Quant à l'effet de Solvabilité 2 sur l'appétit des investisseurs pour les loans, il est incertain : les engagements à long terme avec des garanties comme dans les infrastructures, l'immobilier, le secteur maritime et aéronautique devraient bénéficier d'une pondération favorable, mais les assureurs auront peut-être du mal à faire reconnaître ces bonnes performances par les superviseurs. « Les régulateurs n'ont pas anticipé les conséquences des nouvelles règles », estime Jean-Claude Guimiot, directeur général délégué d'Agrica Epargne.

Compétences nouvelles

Il s'agit en outre d'unifier le marché européen de la dette non bancaire. Les professionnels ont entrepris de créer un schéma de placements privés au niveau européen, mais pour la titrisation, ils en appellent aux décideurs (lire l'entretien).

En pratique, le chantier se révèle colossal. « La désintermédiation fait beaucoup parler d'elle mais le manque d'organisation pour la mettre en place est réel, il faut jeter des ponts entre les banques et les gérants, monter des équipes, construire des historiques de performances, énumère Alain Bokobza. Le mouvement s'inscrit dans le moyen terme. »

A grande échelle, il s'agit de modifier les circuits de financement, de faire évoluer les compétences et les rôles des acteurs en évitant les prises de risque inconsidérées. « Un des problèmes du financement des PME et ETI tient à la désorganisation des marchés, et notamment la quasi-disparition de celui des obligations qui permettait, il y a trente ans, que des emprunts de groupement financent les entreprises d'un même secteur, explique Jean-Claude Guimiot. A la différence de ce que l'on est en train d'essayer de remettre en place, l'intermédiaire faisait le travail de sélection des emprunteurs. » Les investisseurs doivent se doter d'une capacité en analyse financière et en gestion de loans. Or le modèle économique paraît difficile à établir pour les investisseurs de taille moyenne ou petite. Il est parfois question de déléguer l'analyse financière aux banques,

RENCONTRE AVEC...

Christian Dargnat, président de l'Efama*



« Il faut un label européen pour harmoniser les titrisations »

Quelles opportunités représente la désintermédiation pour les gérants ?

Il s'agit d'une chance formidable puisque les *asset managers* peuvent devenir des acteurs essentiels de ce marché. Pour commencer toutefois, il est important que les régulateurs prennent la mesure de l'ampleur du changement dont il est question. Les nouvelles règles, Bâle 3 et Solvabilité 2 notamment, semblent en effet devoir faire basculer le modèle du financement en Europe vers une désintermédiation couvrant les trois quarts des besoins, comme aux Etats-Unis. Cela requiert de fortes adaptations, des compétences nouvelles pour les émetteurs comme les banques. De nouveaux acteurs, des originateurs par exemple, vont apparaître. En attendant, la collecte réalisée sur les fonds de dettes a été importante au cours des derniers mois, mais elle doit faire face dans un même temps à une pénurie de dossiers. Si la régulation impose un basculement trop rapide vers les financements de marché, ce mouvement risque d'être en faveur des acteurs anglo-saxons qui disposent déjà d'une expertise, au détriment des intervenants d'Europe continentale.

Comment soutenir le marché ?

Pour accompagner le financement par les marchés, deux outils seront nécessaires : le financement direct des PME non cotées ou des projets d'infrastructures, et la titrisation. Cependant, toutes les sociétés de gestion n'ont pas les ressources internes pour analyser ces types de sous-jacents. Pour permettre aux gérants d'avoir toute la transparence requise sur les titrisations, il conviendrait de normaliser les structures au niveau européen. Un label, équivalent à ce qu'est le format Ucits pour les fonds de placement collectif, pourrait être attribué par un organisme public ou parapublic, afin de rassurer les investisseurs. Enfin, il est important d'agir également au niveau de la demande, il faudrait desserrer les contraintes que Solvabilité 2 impose aux investisseurs, notamment en augmentant le pourcentage des fonds pouvant être investis en titrisation, le niveau actuel étant trop bas. Un marché de la désintermédiation a besoin de liquidité pour être fluide et attractif. L'Efama travaille déjà de concert avec l'AFME** qui représente les banques d'investissement.

*European Fund and Asset Management Association.

**Association for Financial Markets in Europe.

mais le partage des rôles demande des précautions. « L'alignement de l'intérêt de la banque est essentiel dans la sécurité du système, recommande Yann Sonnallier, directeur du projet *originate-to-distribute* chez Société Générale Corporate & Investment Banking. Il faut aussi respecter la règle essentielle de ne financer que ce que l'on connaît. » La répartition des rôles entre banques et investisseurs ne sera pas facile à trouver. « Nous nous voyons proposer des financements qui portent en fait sur le fonds de roulement, sans compter que certaines banques ont clairement laissé entendre qu'elles allaient garder les meilleurs de leurs engagements, s'inquiète Jean-Claude Guimiot. Sachant que les établissements financiers sont le plus

souvent les apporteurs d'affaires dans les crédits désintermédiés, la question du conflit d'intérêts est posée. » Sur l'examen des contrats, les nouveaux venus sur les prêts directs doivent également faire preuve d'adaptabilité. « Quand des financements sont déjà en place, il n'est pas toujours possible de restructurer l'ensemble pour que nous obtenions à 100 % un rang 'pari passu' avec les banques et nous faisons preuve de souplesse, indique Hervé Goigoux Becker. Toutefois, il nous est arrivé de refuser de beaux dossiers quand nos engagements auraient été trop juniors, bien que parfois présentés comme de rang senior et rémunérés comme tels. » De quoi se réjouir que la conjoncture morose ne multiplie pas les dossiers ni la précipitation dans les affaires... ■