European Commission

Identifier les obstacles de marché et réglementaires au développement du placement privé de dette dans l'UE

Synthèse

Préparé par

BCG

The Boston Consulting Group

Linklaters

Décharge de responsabilité

Les informations et opinions exposées dans cette étude sont celle du ou des auteurs et ne reflètent pas nécessairement l'opinion officielle de la Commission Européenne. La Commission Européenne ne garantit pas l'exactitude des données contenues dans cette étude. Ni la Commission Européenne ni aucune autre personne agissant pour le compte de la Commission Européenne ne peuvent être tenues responsables de l'utilisation qui pourrait être faite des informations qui y figurent.

doi: 10.2874/985138
ISBN: 978-92-79-66413-7

Synthèse

Motivation et objectif de l'étude

L'une des priorités de la Commission Européenne est de construire un environnement économique européen stable afin d'assurer la prospérité de ses citoyens. Ceci comprend la mise en œuvre de mesures visant à soutenir la croissance et la création d'emploi, tout en anticipant les risques financiers émergents. L'une des initiatives clés pour atteindre ces objectifs est de construire un **marché unique de capitaux** pour tous les Etats membres de l'UE.

En septembre 2015, la Commission Européenne a lancé le **Plan d'action pour la construction d'une Union des marchés des capitaux** (Plan d'Action CMU), décrivant différentes mesures devant être prises afin de construire un marché unique de capitaux. L'une des principales priorités de ce plan d'action est d'offrir davantage de sources de financement aux entreprises européennes, et particulièrement les petites et moyennes entreprises ('PME'). Parmi les mesures visant à atteindre cet objectif, la Commission souligne l'importance des formes alternatives de financement d'entreprise, incluant le **placement privé d'instruments de dette**.

Afin de soutenir la mise en œuvre du Plan d'Action CMU, la Commission a mandaté le Boston Consulting Group (BCG) et Linklaters LLP (Linklaters) pour conduire une étude sur les placements privés de dette dans l'UE. Les principaux objectifs de cette étude sont **d'identifier les bonnes pratiques ('best practices')** et **d'évaluer les obstacles réglementaires potentiels** au développement des marchés de placements privés au sein de l'UE.

Cette étude analyse également le **potentiel de croissance des marchés de placements privés** et devrait aider la Commission à évaluer la nécessité de modifier les charges en fonds propre prévues par Solvabilité II, lorsque les sociétés d'assurance investissent dans cette classe d'actifs. Enfin, cette étude servira à **améliorer la notoriété** des placements privés et à souligner leurs avantages auprès des différents acteurs de marché afin de les encourager à recourir à l'utilisation de cet instrument.

Méthodologie et approche

L'étude comprend un **volet économique et un volet juridique**. Les deux parties de l'étude analysent les placements privés du point de vue des différents intervenants de ce marché : émetteurs, arrangeurs et investisseurs. Les deux parties de l'étude s'appuient à la fois sur des **éléments quantitatifs et qualitatifs**.

Pour le volet économique, trois approches sont utilisées. Tout d'abord, pour l'analyse des **marchés de placements privés européens d'ores et déjà existants**, l'étude se concentre sur deux pays : (i) le marché des *Schuldschein* (SSD) en Allemagne et (ii) le marché 'Euro-PP' en France. A des fins de comparaison, l'étude analyse également le marché de placements privés le plus établi, à savoir (iii) le marché américain. L'étude utilise des informations provenant de bases de données commerciales, notamment celles de Thomson Reuters Loan Connector, Thomson One, Dealogic, CMS Bureau Francis Lefebvre et le Private Placement Monitor.

Afin d'**évaluer le potentiel de croissance du placement privé de dette** (soit en termes de transactions transfrontalières, soit en termes de développement de nouveaux marchés nationaux), BCG a collecté des informations sur les entreprises de taille pertinente opérant dans les pays de l'Union auprès d'Orbis, de Capital IQ et de Bloomberg. A partir de ces données, un nombre d'émetteurs potentiels de placements privés été déterminée et un scénario de croissance potentielle, en matière d'émissions de placements privés, en a été déduit.

Enfin, des **données qualitatives** ont été collectées pour combler les lacunes dans les bases de données et obtenir une meilleure compréhension du fonctionnement des marchés de placements privés, au-delà des purs éléments chiffrés. Une recherche documentaire approfondie a été menée (études universitaires, articles de presse, rapports d'analystes, publications d'agences de notation et de régulateurs…). De plus, BCG et Linklaters ont conduit en commun plus de 60 entretiens avec un large éventail d'émetteurs, arrangeurs, investisseurs et régulateurs pour recueillir leur expertise.

Pour le volet juridique, trois approches différentes ont été utilisées. **L'identification des bonnes pratiques en matière réglementaire** se concentre sur l'environnement juridique et règlementaire applicable en Allemagne, en France et aux Etats-Unis.

Ensuite, afin d'identifier les **obstacles réglementaires** (au niveau européen et au niveau national) **au développement des marchés du placement privé dans l'UE**, des entretiens supplémentaires ont été conduits avec les régulateurs pour comprendre leurs préoccupations et des experts locaux ont été mandatés pour donner un aperçu des entraves règlementaires dans différents Etats membres.

Enfin, afin d'identifier les **dispositions contractuelles les plus courantes visant à atténuer les risques liés aux placements privés**, une analyse détaillée de la documentation 'standardisée' a été conduite. Concernant le marché des *Schuldschein*, qui ne dispose pas d'une "documentation standard", ceci a entraîné l'analyse d'un nombre important de transactions. Concernant le marché Euro-PP, ceci a donné lieu à une analyse de la documentation standard et d'un vaste échantillon de transactions. Une attention particulière a été portée aux dispositions contractuelles les plus spécifiques (par ex. clauses d'engagements financiers). Enfin, une analyse de la documentation standard publiée par la 'Loan Market Association' (LMA) et des PP américains a été réalisée à des fins de comparaison.

L'étude reconnaît que les placements privés ne sont pas uniformes. La définition utilisée dans cette étude se fonde sur celle fournie par l'International Capital Market Association (ICMA) en 2015, définissant le placement privé comme une "opération de financement par l'émission de dette (de moyen ou long terme) entre une société cotée ou non et un nombre limité d'investisseurs institutionnels, sur la base d'une documentation spécifique à la transaction qui est négociée entre l'emprunteur […] et le ou les investisseurs […] avec la participation d'un ou plusieurs intermédiaires bancaires faisant fonction d'arrangeur […] agissant habituellement en qualité d'agent".

Résultats clés de l'étude

Emergence des placements privés au cours des dernières années – deux marchés principaux d'ores et déjà établis au sein de l'UE

Les placements privés sont devenus une source importante de financement des entreprises au cours des dernières années. Plusieurs types de placements privés

existent dans les différents Etats membres de l'UE, mais l'étude identifie le **marché allemand des Schuldschein (SSD)** et le **marché Euro-PP français** comme étant les marchés principaux. A des fins de comparaison, l'étude analyse également le **marché américain des PP**, dans la mesure où il s'agit du marché le plus établi au niveau international.

Le marché **allemand des Schuldschein (SSD)** a connu une croissance significative au cours des dix dernières années. Partant d'un volume d'émission total de 1.2Md€ et de moins de 20 transactions connues en 2006, il a atteint des niveaux record en 2016: 25Md€ pour environ 120 transactions. Des résultats similaires sont attendus pour 2017, avec un volume d'émission total allant de 20Md€ à 25Md€.

Le marché **Euro-PP français** est le deuxième marché européen de placement privé en Europe, alors qu'il n'a été établi qu'en 2012. Bien que le volume annuel du marché Euro-PP soit encore significativement plus faible que le marché SSD (volume d'émission total de 4.5Md€ en 2016), le nombre de transactions a triplé sur cette période : de 23 transactions enregistrées en 2012 à 68 en 2016.

Par rapport aux deux marchés européens précités, le marché **américain des PP** est plus vaste. Le volume total d'émission de placements privés aux Etats-Unis en 2016 était de 47Md€ pour 196 transactions enregistrées. Les PP aux Etats-Unis ont une forte dimension internationale avec traditionnellement plus de 50% d'émetteurs internationaux mais, en raison de l'émergence des marchés Euro-PP et SSD, le nombre d'émetteurs internationaux a diminué.

Les placements privés constituent un élément important du financement des entreprises – mais non un remède universel pour chaque entreprise et chaque situation

En général, les placements privés **permettent aux entreprises de diversifier leur financement**. Les placements privés se situent entre le financement bancaire et les obligations d'entreprise et **permettent aux entreprises de choisir un financement adapté à leur situation** en termes de maturité, de taille d'émission minimum, d'exigence de notation de crédit... Etant une source de financement supplémentaire, les placements privés permettent de **réduire la dépendance des entreprises au financement bancaire** – ce qui contribue à atteindre l'objectif affiché par de nombreuses autorités après la crise financière de 2008/09.

En outre, les placements privés – et spécifiquement les SSD – se sont avérés être assez **résilients pendant la crise économique**. Les SSD sont restés une source de financement viable des entreprises et ont même atteint des volumes record pendant la crise financière.

L'étude révèle que les trois marchés objets de cette étude (Allemagne, France et Etats-Unis) **diffèrent en ce qui concerne la taille et la qualité de crédit de l'émetteur**. Le Schuldschein (SSD) est un prêt typiquement émis par des entreprises moyennes ou grandes ayant un chiffre d'affaires inférieur à 5Md€ (73% en 2016) et dont la majorité d'entre elles disposent d'une bonne qualité de crédit. Les Euro-PP sont principalement émis par des PME ayant un chiffre d'affaires inférieur à 1Md€ (80% des émetteurs en 2016). La qualité de crédit sur le marché Euro-PP est perçue comme plus différenciée que celle du marché des SSD, avec un nombre grandissant d'entreprises ayant une qualité de crédit intermédiaire. Le marché américain des PP est dominé par des grandes entreprises avec une bonne qualité de crédit. Environ 45% des émetteurs ont généré un chiffre d'affaires compris entre 1 et 5Md€ en 2016 et plus de 95% d'entre eux ont reçu une qualité de crédit solide.

Les marchés diffèrent également en ce qui concerne **la taille des transactions**. En général, les placements privés sont particulièrement adaptés aux entreprises cherchant à lever des montants assez faibles de dette (sans notation par une agence de notation). Aux Etats-Unis ou en Allemagne, la taille moyenne des transactions en 2016 était d'environ 210M€. La taille des transactions est toutefois très variable : par exemple, les transactions SSD ont varié de 10M€ à 1.6Md€. Pour l'Euro-PP, où les émetteurs sont en général plus petits, la taille des transactions a varié de 4M€ à 380M€, avec une moyenne de 70M€.

Les instruments diffèrent également en ce qui concerne leur **structure**. Alors que les SSD sont structurés sous forme de prêt, l'Euro-PP permet également l'émission d'obligations – cotées et non cotées. Du fait de ces observations, l'étude conclut que les différents instruments de placement privé ne sont pas en compétition les uns avec les autres mais constituent des sources de financement complémentaires, destinés à répondre à des besoins et des profils de risque différents (tant au niveau des émetteurs que des investisseurs).

Par rapport aux obligations d'entreprises, la **documentation des placements privés est, en général, plus simple et plus flexible**. Par rapport au financement bancaire direct, les placements privés sont plus standardisés en moyenne et peuvent donc simplifier le processus d'émission. De plus, comme les placements privés sont en général non cotés, les entreprises n'ont pas l'obligation de publier des informations sensibles/privilégiées.

Les principaux postes de coût pour l'émission d'un placement privé sont les honoraires payés à l'arrangeur unique et les frais juridiques, ainsi que le paiement de coupons à intervalle régulier. Les coûts peuvent varier selon le format de placement privé choisi (Euro-PP vs. SSD, noté vs. non noté, etc.), le profil de l'émetteur et le rendement demandé. Toutefois, de manière générale, **les placements privés offrent des coûts d'émission inférieurs** par rapport aux émissions obligataires classiques.

Pour les PME, le placement privé peut servir de **première étape vers les marchés des capitaux** et permet également d'**attirer de nouveaux groupes d'investisseurs**. Contrairement aux obligations d'entreprise, la notation par une agence de crédit n'est en général pas requise. Il n'existe pas non plus de taille d'émission minimum ; les entreprises de taille intermédiaire peuvent plus facilement émettre ces instruments par rapport aux émissions obligataires.

Les entreprises plus grandes utilisent les placements privés principalement pour diversifier leur financement.

Les placements privés constituent une opportunité d'investissement attractive, en raison de leur traitement comptable et leurs rendements prometteurs

En général, il existe deux types d'investisseurs dans les marchés de placement privé : les banques et les investisseurs institutionnels (sociétés d'assurances, les fonds de pension et les gestionnaires d'actifs). Concernant les émetteurs, les trois marchés sur lesquels se concentre cette étude montrent également des profils d'investisseurs différents : sur le marché allemand des SSD, il existe environ 800-1,000 investisseurs actifs, dont une majorité d'investisseurs bancaires – fournissant environ 90% du volume d'investissement. Le marché Euro-PP est dominé par environ 30–60 investisseurs institutionnels, principalement des assureurs et gestionnaires d'actifs. La

situation est équivalente aux Etats-Unis avec environ 50–70 investisseurs institutionnels actifs.

Pour tous les investisseurs, les placements privés leur donnent une possibilité **de diversifier leurs actifs** dans des entreprises privées non notées tout en offrant des **rendements attractifs**. De plus, la plupart des investisseurs conservent les placements privés jusqu'à maturité et peuvent donc utiliser **la comptabilité d'exercic**e (**au lieu de les comptabiliser à leur valeur de marché -***mark-to-market*) limitant ainsi la volatilité de leur bilan.

Les placements privés – particulièrement les PP américains et Euro-PP – offrent habituellement des **maturités plus longues** correspondant aux passifs à long terme des investisseurs institutionnels ainsi qu'à leur stratégie d'investissements consistant à détenir ces instruments jusqu'à maturité. Les investisseurs institutionnels (Etats-Unis, Euro-PP) **sont en général protégés par des clauses financières,** ce qui renforce l'attractivité des placements privés.

Le grand nombre d'investisseurs bancaires est une caractéristique spécifique du marché allemand des SSD. Les SSD remplissant certains critères peuvent être admis comme **garanties par la BCE**. Les banques allemandes Sparkassen et Volksbanken, en particulier valorisent les placements privés comme un moyen de diversifier **leurs investissements,** en dehors de leurs régions géographiques et industries habituelles.

Bien que les placements privés comportent un **risque de liquidité** en raison de l'absence de marché secondaire, l'ensemble des investisseurs suivent en général une stratégie d'achat à long terme et acceptent de prendre ce risque pour obtenir une prime d'illiquidité et donc un rendement supplémentaire.

De plus, les investisseurs en placements privés sont confrontés à deux problématiques supplémentaires par rapport à une émission obligataire classique : l'**analyse crédit** et le **suivi de la performance financière** après la conclusion de la transaction. Beaucoup de temps et de ressources sont requis pour effectuer une analyse de crédit car peu d'émetteurs bénéficient d'une notation de crédit publique. Dans la mesure où il n'existe pas de marché secondaire, la performance (financière) de l'émetteur doit être suivie de manière continue pour que l'investisseur puisse éventuellement exercer un droit prévue par la règlementation ou la documentation contractuelle.

Le profil de risque des placements privés ne diffère pas substantiellement de celui de la dette senior non garantie – des risques juridiques comparables affectent les placements privés et les obligations d'entreprise

L'étude révèle que, pour les marchés de placements étudiés, seuls **très peu de cas de défaillance sont survenus jusqu'à présent**. Deux facteurs principaux expliquent ce constat : tout d'abord, les deux marchés européens tels qu'ils existent aujourd'hui, particulièrement le marché français Euro-PP, sont relativement jeunes et doivent encore prouver leur stabilité à long terme au travers d'un cycle de crédit et d'un cycle économique complets. Ensuite, la bonne qualité de crédit des émetteurs sur les marchés américains et les SSD allemands implique un faible niveau de risque de crédit.

Un inconvénient spécifique des placements privés par rapport aux obligations peut être le **processus complexe de restructuration**, en particulier lorsqu'un grand nombre d'investisseurs sont impliqués. Ceci s'avère en particulier vrai pour les SSD qui sont toujours émis sous forme de prêt et n'ont pas de clause de vote majoritaire ou de règles similaires. Pour les Euro-PP, le nombre d'investisseurs est typiquement

plus faible, ce qui simplifie la communication et la négociation, et améliore également l'engagement des investisseurs dans le processus de restructuration. En outre, l'introduction de la Loi 'Sapin 2' a augmenté la liberté des cocontractants concernant l'organisation de la représentation des détenteurs d'obligations.

Les risques juridiques typiques affectant les émetteurs de placements privés ou les investisseurs dans cette classe d'actifs (la complexité potentielle de la documentation, la gestion des clauses d'engagements financiers, les problèmes de conflits juridiques dans les transactions transfrontalières et les obligations de publication d'informations dans les transactions de placement privés cotés) sont similaires à ceux que l'on peut observer sur le marché obligataire européen.

Pas d'obstacles réglementaires significatifs identifiés pour le développement de marchés du placement privé – quelques obstacles mineurs

Les intervenants sur le marché des SSD ou des Euro-PP ont indiqué qu'ils ne voyaient pas d'obstacles réglementaires significatifs nécessitant une attention immédiate des autorités publiques. De fait, le développement du marché des SSD et des Euro-PP a été caractérisé par l'identification d'obstacles potentiels et le traitement de ces obstacles, soit par l'affinement de la documentation contractuelle standard, soit par des amendements au cadre juridique et réglementaire applicable.

De manière similaire, dans les autres juridictions européennes ayant le potentiel de développer leur propre marché de placement privé, les intervenants ne voient aucun obstacle réglementaire majeur. Les obstacles potentiels identifiés dans chacune des juridictions sont plutôt ceux qui affectent également le marché obligataire dans son ensemble, même si ces obstacles posent des difficultés plus grandes pour les PME cherchant à entrer dans ce marché. Ceci est principalement dû au fait que ces marchés de placements privés opèrent dans le même cadre juridique que les autres formes de financement par émission de dette.

Les marchés nationaux actuels du placement privé devraient croître encore

Etant donné la croissance récente du **marché des SSD**, la plupart des participants s'attendent à une croissance future, mais à un rythme plus lent. Cette étude a identifié trois facteurs pouvant permettre au marché de croître encore : tout d'abord, des **investisseurs internationaux** (hors UE), en particulier de la région Asie-Pacifique, pourraient dans le futur accroître la base d'investisseurs. Au cours du premier semestre 2017, les transactions en devises multiples ont représenté 20% de l'ensemble des transactions. Ensuite, les **investisseurs institutionnels** disposent de liquidités substantielles et semblent avoir un réel appétit pour le profil rendement-risque des *Schuldschein*. Ce potentiel doit être ultérieurement exploité par les émetteurs et arrangeurs pour faire croître encore le nombre d'investisseurs. Enfin, les participants du marché s'attendent à ce qu'un **changement dans le programme d'achat d'obligations de la BCE** puisse influencer le marché des SSD, en particulier pour les gros émetteurs qui émettent à la fois des obligations et des SSD. Une réduction du programme d'achat d'obligations pourrait rendre les SSD plus compétitifs pour ces émetteurs.

La plupart des participants du marché s'attendent à une croissance future substantielle du marché **Euro-PP français** pour deux raisons. Tout d'abord, de nombreuses entreprises en France – qui **correspondent à la base d'émetteurs potentiels estimée par la Banque de France** - n'ont pas encore émis d'Euro-PP. Ensuite, l'**augmentation de la notoriété** du marché 'Euro-PP' et ses avantages devraient

attirer davantage d'émetteurs et d'investisseurs, à la fois au niveau local et international.

Quelques Etats membres de l'UE ont le potentiel et ont pris des mesures préliminaires pour créer un marché national de placements privés – les bonnes pratiques pour soutenir la croissance des marchés de placement privés ont été identifiés

Les marchés de placements privés sont généralement influencés par l'offre : un marché national ne peut se développer que s'il existe un nombre suffisant d'émetteurs potentiel. L'étude identifie les émetteurs potentiels de placements privés comme étant des entreprises de taille moyenne ayant un chiffre d'affaires situé entre 75M€ et 5Md€. L'étude révèle ensuite qu'un nombre relativement limité d'investisseurs est suffisant pour établir un marché.

Un critère supplémentaire pour évaluer la possibilité de créer un marché national est la volonté du secteur bancaire d'offrir davantage de prêts aux entreprises. Les pays dans lesquels les banques cherchent à réduire leurs portefeuilles de prêts peuvent avoir besoin de stimuler d'autres sources de financement complémentaires pour leurs entreprises. Plusieurs autres aspects ont été considérés, incluant par exemple l'importance de la monnaie locale. Lorsqu'une couverture en devise est coûteuse, un instrument de PP local pourrait être économiquement viable. Cependant, des visions contradictoires d'experts n'ont pas permis d'aboutir à une conclusion définitive sur ce point.

L'étude identifie trois pays présentant un grand nombre d'émetteurs potentiels et ayant déjà entrepris les premières étapes vers la création d'un marché national du placement privé : l'Espagne, l'Italie et les Pays-Bas. Ces pays sont donc considérés comme ceux ayant le plus grand **potentiel pour créer à court terme un nouveau marché national**. Alors que l'Espagne et l'Italie ont déjà franchi les premières étapes et introduit des produits de mini-obligations (*mini-bonds*), ces marchés ne sont pas encore pleinement établis. Les Pays-Bas travaillent sur une initiative de marché national visant à établir un marché de placement privé paneuropéen similaire à celui des Euro-PP.

Sur la base d'une analyse des marchés existants, les bonnes pratiques en termes de conception et de réglementation ont été identifiées pour aider les nouveaux marchés à prospérer.

- Tout d'abord, comme cela a été le cas pour le marché Euro-PP, une approche **collaborative** regroupant tous les intervenants de marché et les institutions publiques permet d'assurer qu'une demande et une offre potentielles suffisantes pour ce marché existe ainsi qu'une égalité de traitement entre tous les participants lors de la création d'un nouveau marché. Cette approche collaborative permet également une meilleure compréhension de l'instrument et de son utilisation future, et permet la définition de standards de marché communément acceptés.

- Une **documentation standardisé** réduit le prix et la complexité de l'émission et satisfait ainsi les besoins des PME. Cette documentation doit être complétée par des guides spécifiques sur les instruments et des manuels identifiant les bonnes pratiques pour faciliter un processus d'émission fluide.

- Afin de créer un marché actif, il est essentiel d'ajuster la réglementation pour faciliter l'**engagement des investisseurs institutionnels** dans le marché du placement privé. Les pays peuvent prendre des mesures réglementaires, en matière de droit des sociétés par exemple, pour éliminer des dispositions restrictives et en **créant un cadre réglementaire plus favorable aux placements privés.** Par exemple, plusieurs pays comme l'Italie et le Royaume-Uni ont introduit des **exemptions en matière de prélèvements à la source** pour les placements privés, et le Trésor français a réformé la **réglementation sur la représentation des porteurs d'obligations** (*représentation de la masse*), créant une manière plus flexible et efficace de (re)négocier les transactions Euro-PP.

Un autre élément permettant la réussite du marché peut être une **évaluation centralisée de la qualité de crédit des émetteurs** par une autorité publique. Ceci peut rendre le marché plus sûr pour les investisseurs.

Afin d'établir des relations de confiance entre les participants du marché (en particulier entre émetteurs et arrangeurs), une compréhension commune de la qualité de crédit et une forte discipline de marché sont nécessaires. Il est de la responsabilité des investisseurs de réaliser une analyse de crédit diligente avant d'investir, et de la responsabilité des banques d'éduquer les entreprises sur les instruments de financement appropriés et de procéder à une sélection attentive des investisseurs. Disposer de banques expérimentées en tant qu'arrangeurs facilite considérablement ce processus et assure la qualité de crédit. Enfin, l'adhésion à certains standards de qualité – mêmes non écrits – encouragera le développement durable de nouveaux marchés de placements privés.

Absence d'obstacles réglementaires significatifs à l'expansion des activités transfrontalières – l'offre et les besoins des entreprises déterminent le potentiel de croissance

Au-delà de la croissance des marchés nationaux, l'étude identifie également un **potentiel significatif pour les activités transfrontalières au sein de l'UE**. En France en 2016, 30% du volume du marché était déjà attribué à des émetteurs internationaux tandis qu'en Allemagne, la part des émetteurs internationaux a atteint 40%.

En général, les entreprises de tous les Etats membres de l'UE peuvent émettre des placements privés dans les marchés existants. Toutefois, l'étude caractérise considère que les entreprises ayant des chiffres d'affaires compris entre 75M€ et 5Md€ et une qualité de crédit élevée comme des émetteurs potentiels sur les marchés du Schuldschein ou de l'Euro-PP. Pour les entreprises remplissant ces critères, les SSD ou Euro-PP peuvent être une source de financement attractive. Puisque le marché est principalement influencé par l'offre (avec une demande de placements privés ayant historiquement dépassé l'offre), il existe un potentiel significatif de croissance pour les émissions transfrontalières. De plus, les investisseurs bancaires et institutionnels sont ouverts aux émissions transfrontalières et montrent une volonté d'investir dans les placements privés émis par les entreprises étrangères.

Etant donné l'hétérogénéité des économies et du paysage industriel européens, le nombre d'émissions transfrontalières potentielles varie d'un Etats membre à l'autre. L'étude considère que les Etats membres ayant au moins 1,000 émetteurs avec un chiffre d'affaires compris entre 75M€ et 5Md€, ont le potentiel de croissance le plus grand en terme de transactions transfrontalières. Ce critère est actuellement rempli

par **l'Italie, l'Espagne, les Pays-Bas, la Belgique, l'Autriche, le Danemark, l'Irlande, la Suède, le Royaume-Uni et la Pologne**.

Aucun obstacle réglementaire significatif n'a été identifié pouvant freiner l'expansion de cette activité transfrontalière. Malgré certaines préoccupations réglementaires mineures au niveau national, il n'existe pas de problème réglementaire majeur nécessitant une attention immédiate. Les préoccupations concernent plutôt davantage la réconciliation des différents systèmes juridiques et réglementaires nationaux s'appliquant à ces instruments (par exemple le système de retenue à la source sur les paiements résultant des placements privés).

Dans l'ensemble, **les participants du marché sont généralement satisfaits de l'environnement réglementaire** applicable aux marchés de placements privés. Les investisseurs et les émetteurs actuels ont indiqué que, dans la mesure du possible, ils souhaiteraient limiter les changements réglementaires affectant ces marchés.

Quatre types d'innovations dans les marchés de placements privés

L'étude identifie **quatre grands types d'innovation dans les marchés de placements privés** pouvant contribuer à leur croissance future. En général, de nombreuses innovations sont apparues dans l'industrie financière ces dernières années – en raison de l'émergence de nouvelles technologies, de nouveaux processus d'émission et de nouveaux modèles économiques. La combinaison d'analyses 'Big Data' et de nouveaux canaux de distribution a permis à des start-ups technologiques de remettre en cause les modèles économiques traditionnels des banques. Des tendances similaires peuvent être observées dans les marchés de placements privés.

Tout d'abord, le marché a vu la création de plusieurs **plateformes en ligne pour les transactions de placements privés**. Ces plateformes ont des stratégies différentes en termes de modèle économique. Il est difficile de déterminer lesquelles réussiront mais toutes sont susceptibles d'améliorer la transparence de ces marchés et constituent une forte concurrence pour les arrangeurs traditionnels. Ces plateformes facilitent également l'établissement d'un marché secondaire pour les placements privés.

Afin de satisfaire les besoins et les attentes des investisseurs, deux **innovations 'produits'** ont été introduites : des **fonds de placements privés** ont été lancés par plusieurs banques pour augmenter encore la base d'investisseurs. De plus, des **placements privés 'verts'** ont été émis sur les marchés SSD et Euro-PP, en conformité avec les standards (certifiés par des tiers) en matière de développement durable.

Ensuite, l'étude identifie deux **innovations** importantes en termes de processus d'émission des placements privés : (i) une **documentation standardisée** a été publiée pour faciliter l'entrée de nouveaux participants sur le marché, ce qui a permis d'accroître leur confiance dans ce produit et de rationaliser le processus d'émission, et (ii) les agences de notation ont commencé à proposer des **notations de crédit pour les placements privés**, afin assister les investisseurs institutionnels ne disposant pas d'équipes d'évaluation de crédit en interne.

Enfin, l'étude présente deux innovations en terme règlementaire : (i) **les exemptions de retenue à la source pour les placements privés**, pour les investisseurs qualifiés provenant d'Etats avec des traités de double taxation et (ii) **la réforme du régime de représentation des porteurs d'obligations**, actuellement modernisé en France sous la loi Sapin II et permettant aux émetteurs et investisseurs de négocier

contractuellement la représentation des détenteurs d'obligations si les obligations ont un nominal supérieur à 100,000€.

Conclusion et implications

Dans une perspective économique, le placement privé de dette a un potentiel considérable car il complète les instruments de financement traditionnels et offre des avantages spécifiques aux différentes parties prenantes, à savoir les émetteurs, les investisseurs et les arrangeurs. Plus particulièrement, les placements privés permettent à des entreprises de taille moyenne d'accéder à de nouvelles opportunités de financement et de diversifier leur base d'investisseurs. Les placements privés permettent aux investisseurs d'atteindre une meilleure diversification du risque (en investissant dans des entreprises privées non notées) et d'obtenir des rendements attractifs.

De plus, le développement d'instruments alternatifs de financement et d'investissement contribue à la réalisation des objectifs poursuivis par la Commission Européenne, en matière de réduction de la dépendance au crédit bancaire et de préservation de la stabilité financière.

Cette étude prouve que les deux marchés nationaux d'ores et déjà existant au sein de l'UE, le marché allemand des SSD et le marché Euro-PP français, fonctionnent généralement bien et devraient croître davantage. De plus, aucun obstacle réglementaire significatif empêchant la croissance des placements privés dans l'UE n'a été identifié. Les participants de ce marché et les experts industriels ne voient aucun besoin immédiat d'actions réglementaires.

Néanmoins, l'étude prouve que certaines mesures législatives au niveau national peuvent faciliter le développement des placements privés, comme cela a été le cas en France et en Italie par exemple. Au-delà de la promotion des bonnes pratiques issues des marchés existants, les actions suivantes sont proposées :

- Premièrement, des **campagnes d'information** devraient être lancées pour améliorer la notoriété des placements privés parmi les émetteurs et les investisseurs potentiels et soutenir ainsi l'activité des marchés de placements privés.

- Deuxièmement, l'UE devrait **faciliter la communication** entre les institutions des différents Etats membres pour assurer l'échange d'expériences et de bonnes pratiques.

- Troisièmement, une **standardisation ultérieure devrait être encouragée** par l'UE et les Etats membres. En particulier, l'utilisation d'une documentation standardisée devrait être encouragée et le développement de processus standardisés devrait être soutenu.

- Quatrièmement, l'UE devrait considérer l'évolution du marché américain et réaliser une analyse coûts/bénéfices quant à la création d'une **entité indépendante (et compétitive en termes de coûts) pouvant émettre un avis sur la qualité du crédit** des émetteurs de placements privés.

- Cinquièmement, l'UE devrait chercher à **clarifier l'application du cadre réglementaire européen** concernant les placements privés et encourager les Etats membres à **ajuster le cadre réglementaire applicable aux**

placements privés en assouplissant certaines dispositions trop restrictives et en prenant des mesures spécifiques visant à faciliter l'émission et l'investissement dans des instruments de placement privé.

EV-01-17-163-FR-N

doi: 10.2874/985138
ISBN: 978-92-79-66413-7