

Louvain School of Management

Analyse du marché des Euro PP comme source de financement pour les PME et ETI

Mémoire recherche réalisé par
Lucas Argentin

en vue de l'obtention du titre de
Master 120 crédits en sciences de gestion, à finalité spécialisée

Promoteur
Philippe Grégoire

Année académique 2017-2018

Place des Doyens, 1 bte L2.01.01, 1348 Louvain-la-Neuve, Belgique www.uclouvain.be/lsm



Ce travail n'aurait pas pu être mené à bien sans l'aide indispensable de plusieurs personnes.

Je tiens donc, avant toute chose, à remercier mon promoteur, Philippe Grégoire, sans qui ce mémoire n'aurait pas vu le jour. Ses conseils avisés et avertis m'ont accompagné tout au long de ce travail.

Je remercie également mes parents pour leur soutien incommensurable apporté durant l'écriture du mémoire. Merci également à ma compagne, Anaïs Graas, qui a contribué grandement à la concrétisation de ce projet.

Table des matières

I. Partie théorique.....	1
1. Introduction	1
2. Description générale de l'Euro PP	3
2.1. Aperçu des avantages pour les différentes parties prenantes.....	4
2.2. Les différentes formes de l'Euro PP.....	5
2.3. Évolution du marché de l'Euro PP	7
3. Facteurs ayant contribué au développement du marché	10
3.1. Contexte économique	10
3.1.1. Contexte de taux bas.....	10
3.1.2. Mouvement de désintermédiation	11
3.1.3. Assèchement de la liquidité bancaire	11
3.1.4. Conclusion.....	13
3.2. Standardisation des procédures	14
3.2.1 Conclusion.....	17
4. Avantages pour les différentes parties prenantes	18
4.1. Avantages pour les émetteurs	18
4.2. Avantages pour les investisseurs	19
4.3. Avantages pour les arrangeurs.....	21
4.4. Conclusion.....	21
5. Étapes clés d'une opération Euro PP.....	22
6. Comparaison avec les marchés américain et allemand	24
7. Freins au développement du marché	27
II. Partie empirique	28
1. Analyse de l'évolution du marché	28
1.1. Évolution des montants levés	28
1.2. Évolution du nombre d'émissions et du montant moyen levé	29
1.3. Évolution du nombre d'opérations non listées	30
1.4. Internationalisation de l'Euro PP.....	31
1.5. Conclusion	33
2. État des lieux du marché de l'Euro PP.....	34
2.1. Méthodologie et données disponibles.....	34
2.1.1. Description de notre base de données	35
2.1.2. Représentativité de l'échantillon	37

2.2. Analyse de la base de données	40
2.2.1. Profil des émetteurs	40
2.2.2. Analyse des maturités	42
2.2.3. Analyse des clauses contractuelles	45
2.2.4. Place de cotation	47
2.2.5. Analyse de la prime de risque	49
2.3. Conclusion	50
III. Conclusion	52
IV. Références	55
V. Annexes	59
Annexe I : Définitions des organisations ayant endossés la charte Euro PP	59
Annexe II : Les émissions de la base de données	61

I. Partie théorique

1. Introduction

En Europe jusqu'à présent, le financement des besoins des PME¹ et des ETI² était essentiellement assuré par les banques. Toutefois, depuis la crise de 2007-2008, ce constat est en train de changer. En effet, d'autres sources de financement se sont peu à peu développées depuis que les banques et les institutions financières font face au phénomène de la désintermédiation traduisant le passage d'une économie d'endettement à une économie de marchés financiers. De plus, au lendemain de la crise, la régulation bancaire a subi des modifications conséquentes notamment via les accords de Bâle réduisant ainsi la capacité des banques à prêter de l'argent aux entreprises. Les diverses contraintes réglementaires imposées aux institutions financières ont asséché la liquidité bancaire et ont donc poussé les entreprises à sécuriser leurs liquidités et leur capacité à lever de la dette dans un contexte de restriction de crédit. L'environnement de taux très bas de l'époque et les nouvelles règles prudentielles post crise ont ainsi permis l'apparition de nouvelles techniques de financement désintermédiées afin de parer à l'insuffisance possible de l'offre de financement bancaire dans le futur.

C'est dans cette situation économique particulière qu'est né en France, en juillet 2012, le marché de l'European Private Placement, aussi appelé Euro PP. L'Euro PP est un placement privé, sous forme de prêt ou d'obligations, à moyen ou long terme, entre un émetteur européen et un nombre limité d'investisseurs institutionnels.

Si le crédit bancaire reste le principal moyen de financement pour les PME et ETI, l'émission d'Euro PP apparaît clairement comme une source de diversification sérieuse pour ce type d'entreprise qui, auparavant, n'avait pas accès au marché obligataire public faute de montants suffisamment élevés à émettre. Ainsi, au même titre que le USPP³ aux Etats-Unis et le

¹ Petites et Moyennes Entreprises : Entreprises qui occupent moins de 250 personnes, et dont le chiffre d'affaires annuel est inférieur à 50 millions d'euros ou un total de bilan n'excédant pas 43 millions d'euros

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

³ US Private Placement : placement privé d'obligations aux États-Unis

Schuldschein⁴ en Allemagne, l'Euro PP représente un financement alternatif pour les entreprises européennes. Ce financement des entreprises directement par des investisseurs et non plus par des banques est en pleine expansion en France et en Europe. Toutefois, le marché de l'Euro PP ne concerne pas le financement des plus grands groupes qui ont accès à l'appel public à l'épargne et au marché obligataire public.

Le placement privé est un produit qui s'est construit de manière empirique, grâce au marché. Une rencontre a eu lieu entre l'offre de financement des investisseurs à la recherche rendements plus attractifs dans un contexte de taux bas et la demande des PME et ETI souhaitant une diversification de leurs sources de financement. Le marché s'est alors développé sous l'impulsion de l'ensemble des intervenants et acteurs de la Place financière de Paris. Ainsi, emprunteurs, investisseurs, arrangeurs et organismes étatiques se sont tous mobilisés pour soutenir le projet. L'Euro PP tient donc compte des besoins et des nécessités de l'ensemble des parties prenantes.

Ce mémoire a pour but d'analyser le marché de l'Euro PP dans sa globalité en tant que nouvelle source de financement désintermédiée pour les petites et moyennes entreprises et entreprises de taille intermédiaire. Ceci dans un contexte de pauvreté des articles de recherche à ce sujet étant donné la relative jeunesse du marché de l'Euro PP. En dépit du caractère confidentiel d'un nombre important d'opérations, le suivi du marché est assuré par le Comité de Pilotage Euro PP.

Une première partie théorique consiste en une description générale de l'Euro PP et met en lumière les caractéristiques essentielles du marché ayant contribué à sa renommée. L'accent est ensuite mis sur les avantages du produit pour l'ensemble des parties prenantes, sur les étapes clés d'une opération d'Euro PP et sur la mise en place de standards de procédure favorisant le développement du marché. Nous concluons la partie théorique par une comparaison du marché de l'Euro PP avec ses homologues américain (US PP) et allemand (Schuldschein).

Une deuxième partie dresse un état des lieux approfondi du marché sur base de l'analyse d'une liste non exhaustive fournie en 2018 par l'Observatoire des Euro PP de CMS Francis Lefebvre Avocats de 178 placements privés côtés et de 97 placements privés non côtés ayant fait l'objet d'une annonce publique. Nous détaillons entre autres dans cette partie l'évolution du marché, la taille des deals, le profil des émetteurs ou encore les différentes clauses contractuelles.

⁴ Équivalent allemand d'un Private placement

2. Description générale de l'Euro PP

Un Euro Private Placement ou Euro PP est une forme de placement privé de dette d'entreprise qui peut être réalisé sous la forme d'un prêt ou d'une émission d'obligations, entre une société européenne, cotée ou non, à la recherche d'un financement à moyen ou long terme et un nombre limité d'investisseurs institutionnels. Ces investisseurs sont généralement des fonds spécialisés, des compagnies d'assurances ou des banques.

Les placements privés reposent sur une documentation *ad hoc* et se négocient directement entre l'émetteur et les investisseurs avec généralement la présence d'un arrangeur⁵ qui va aider à la mise en place de l'opération. La présence d'un arrangeur est essentielle. Son expertise dans l'identification des investisseurs, la négociation des termes du contrat et la rédaction des documents juridiques vont intervenir durant toute la durée de la mise en place de l'accord.

La négociation est une caractéristique importante de l'Euro PP qui le distingue du marché obligataire public où l'investisseur ne participe pas à la négociation des caractéristiques de l'émission. Une autre distinction par rapport aux obligations publiques et syndiquées de type Eurobond est que le nombre d'investisseurs est limité et régulé. Par ailleurs, les obligations dans le cadre d'un contrat Euro PP sont le plus souvent cessibles mais ont vocation à être détenues jusqu'à maturité par les investisseurs. L'investissement est par nature *buy-and-hold*⁶, ce qui rend le marché secondaire fort peu liquide et quasi inexistant.

Les contrats sont faits sur mesure puisque contrairement aux marchés américain (US PP) et allemand (Schuldschein), l'Euro PP n'est à ce jour pas encore totalement standardisé.

Toutefois, depuis le lancement du marché au second semestre 2012, de nombreux efforts ont été entrepris sous l'impulsion notamment des travaux du Groupe de Place Euro PP afin de mettre en place des bonnes pratiques et de proposer un cadre juridique sécurisé sur ce marché naissant. Le Groupe de Place est composé des représentants de l'ensemble des intervenants d'une opération d'Euro PP (emprunteurs, intermédiaires, investisseurs, avocats) et est donc un véritable atout pour la crédibilité et l'efficacité de ces travaux.

⁵« L'arrangeur peut être un intermédiaire régulé, un établissement de crédit ou une entreprise d'investissement. L'arrangeur doit avoir la capacité de placement, c'est-à-dire la capacité à distribuer l'obligation émise ou l'emprunt structuré auprès des investisseurs institutionnels. Il peut co-investir dans un Euro PP sous la forme d'un prêt ». (Banque de France, 2016)

⁶ « Stratégie d'investissement consistant à acquérir des titres et à les garder jusqu'à leur échéance. Elle est fréquemment mise en œuvre par les investisseurs institutionnels sur les obligations ». Définition disponible sur LesEchos.fr : https://www.lesechos.fr/finance-marches/vernimmen/definition_buy-and-hold.html

Ainsi, les travaux menés par le Groupe de Place Euro PP ont débouché en 2014 à la publication de la charte Euro PP regroupant des bonnes pratiques et des recommandations utiles à destination de tous les acteurs du marché. Cette charte, à vocation pédagogique, propose un cadre non contraignant des pratiques essentielles au développement des placements privés. Ce document est voué à évoluer et est destiné à accompagner le développement de l'Euro PP pour en faire un marché de référence en Europe.

Depuis, des groupes de travail se sont constitués afin de rendre le marché des placements privés plus efficient et mieux intégré via une standardisation de la documentation contractuelle. Des contrats-cadres de prêts et d'émissions obligataires ont ainsi vu le jour en janvier 2015 afin de fournir un cadre de référence à ce marché et d'être utilisés lors d'opérations de placements privés.

Par la suite, en complément des travaux du groupe de Place Euro PP, l'Association française des Marchés Financiers (AMAFI), a publié, le 13 janvier 2016, un « Code de bonnes pratiques des arrangeurs d'opérations d'Euro PP » destiné à normaliser les bonnes pratiques professionnelles des établissements arrangeurs d'opérations d'Euro PP via un standard de marché.

Enfin, en mai 2017, le Groupe de travail relatif aux questions d'analyse financière et de gouvernance du risque de crédit, composé d'une centaine de praticiens tous experts de leurs métiers respectifs, a publié une « Analyse financière et gestion des risques pour les Euro PP - Recueil de meilleures pratiques ». L'expérience de ces professionnels ainsi que leur vision historique et prospective du marché de l'Euro PP sont ainsi regroupés dans ce document.

2.1. Aperçu des avantages pour les différentes parties prenantes

Lancé en 2012, ce marché présente bien des intérêts pour les entreprises de taille relativement importante qui ne se sont jamais financées via les marchés financiers. En plus d'offrir une opportunité de diversification de leurs sources de financement, l'Euro PP propose aux PME et ETI un accès à une ressource financière de longue durée, jusqu'à 14 ans pour les meilleures qualités de crédit. L'allongement de la maturité de la dette et le remboursement in fine offrent

alors la possibilité aux émetteurs de consacrer l'essentiel de leur cash-flow à leur développement et leurs investissements. Ce type de produit s'insère donc parfaitement dans la stratégie de croissance de l'entreprise.

En ce qui concerne les investisseurs institutionnels, l'Euro PP, né dans un contexte de taux très bas, a permis de répondre à leur demande de rendements significatifs mais aussi de diversification des risques dans le secteur de la dette d'entreprise. En effet, ce nouveau type de dette offre une performance financière avantageuse sur des sociétés non notées pour un profil de risque sécurisé répondant dorénavant aux exigences prudentielles et réglementaires des investisseurs institutionnels.

2.2. Les différentes formes de l'Euro PP

Il existe plusieurs types de placements privés : l'Euro PP peut en effet s'effectuer sous la forme d'une émission obligataire cotée ou non, ou sous la forme d'un prêt. Le rapport « Financement en dette des PME/ETI », réalisé par un groupe de travail animé par Olivier Casanova, Directeur financier de Tereos explique la différence entre le format obligataire et le format prêt (2014, p.30) : « Le placement privé base « obligataire » est un emprunt obligataire placé auprès d'un cercle restreint d'investisseurs du placement privé. Lorsque le placement est base « prêt », il repose sur un contrat analogue à celui d'un crédit bancaire classique et est réalisé, soit sur la base de partenariats entre banques et sociétés d'assurances, soit directement auprès d'investisseurs institutionnels ».

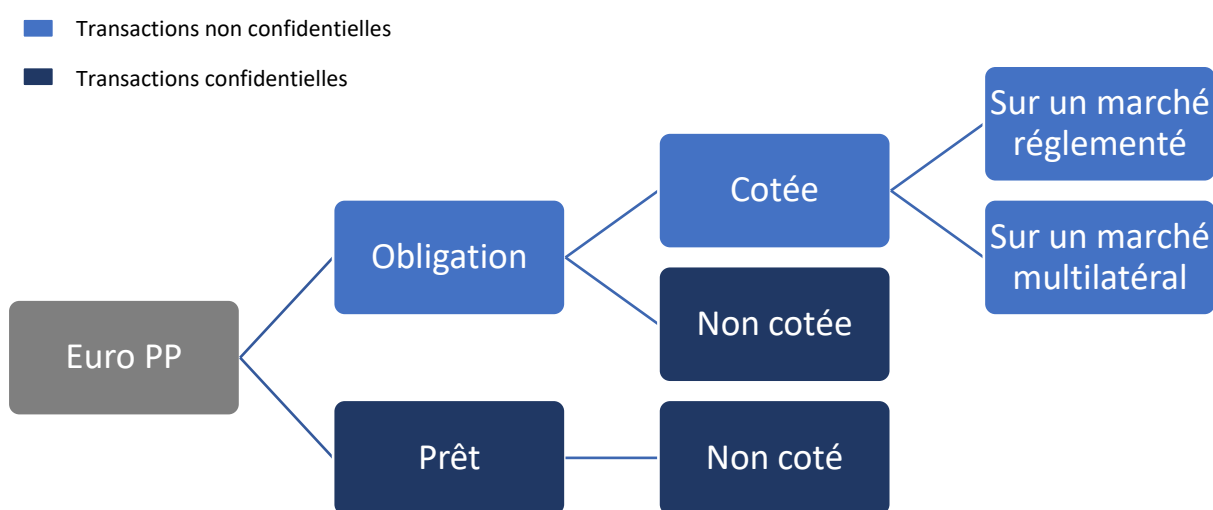
La grande variété des formats des Euro PP en fait un produit flexible et accessible répondant aux besoins d'un grand nombre d'entreprises et d'investisseurs. Cependant, la plupart des placements privés s'effectuent sous la forme d'une émission obligataire cotée, même si, lors de ces deux dernières années, la part des Euro PP non cotés a fortement augmenté.

Lorsque l'Euro PP est non coté, l'information disponible quant au deal s'en trouve très limitée étant donné le caractère confidentiel de la transaction.

De plus, des placements privés « verts » ont vu le jour il y a peu sur le marché de l'Euro PP. Durant une interview réalisée par Althea Groupe lors d'une journée consacrée à l'Euro PP fin

2017, Agnieszka Dunoyer, directrice groupe/financement et trésorerie chez Unibail-Rodamco, définit le financement vert comme étant « un instrument servant à financer un projet, un actif ou une initiative qui a un impact positif sur l'environnement. Les avantages pour une entreprise sont nombreux. Les émissions vertes permettent, par exemple, de mettre en avant les réalisations de la société et de communiquer sur les actions positives sur l'environnement ».

Les différents formats des Euro PP



Source : <http://www.euro-privateplacement.com/presentations-euro-pp-diffusion.pdf>

En règle générale, des clauses spécifiques destinées à la protection des investisseurs sont incluses dans les contrats. Ces clauses sont fortement inspirées des marchés plus matures américain et allemand. Parmi celles-ci on retrouve :

- Les clauses de *negative pledge* : « maintien de l'emprunt à son rang en limitant l'octroi par l'Emprunteur de sûretés en garantie d'un autre endettement, afin de traiter les porteurs d'obligations de la même manière que tous ses autres créanciers de même rang (le cas échéant de même nature). » (Groupe de Place Euro PP, 2014, p.27).

- Les clauses de changement de contrôle définissant le pourcentage du droit de vote ou du capital.
- Les covenants financiers : les engagements financiers à respecter et ce que l'entreprise a le droit de faire et de ne pas faire.
- Les clauses de *fall away* : l'objet de cette clause est « de prévoir que certaines des protections accordées aux investisseurs cesseront de s'appliquer dans certaines circonstances, permettant à l'emprunteur de profiter de conditions plus favorables et moins contraignantes en cours de vie de l'Euro PP, essentiellement en raison d'une amélioration de sa qualité de crédit. » (Groupe de Place Euro PP, 2014, p.30).
- Clause de *make-whole* : « clause de remboursement anticipé en échange de la somme et intérêts restant dûs, actualisée sur la base du taux de rendement margé d'une OAT de référence » (Banque de France, 2016, p.3)
- Clauses similaires aux crédits bancaires, adaptées au format obligataire
- Autres clauses diverses

Il est également possible d'octroyer des sûretés si l'opération le nécessite. Ainsi, le premier Euro PP assorti d'une clause de sûreté a été émis en juillet 2014 par NGE, un groupe spécialisé dans les travaux publics. Le groupe a ainsi levé 70 millions d'euros en octroyant aux investisseurs obligataires les mêmes sûretés de nantissement que les créanciers bancaires. De nombreux autres Euro PP assortis de clauses de sûretés ont vu le jour par la suite.

2.3. Évolution du marché de l'Euro PP

Depuis son lancement en 2012, le marché de l'Euro PP a bien progressé. En effet, selon le Comité de pilotage Euro PP, composé des principales associations professionnelles de la Place de Paris⁷ et des parties prenantes du marché de l'Euro PP, le marché a évolué selon deux aspects.

D'abord, le marché s'est enrichi de nouvelles entreprises émettrices, notamment « par l'effet d'une descente en taille des entreprises éligibles à l'Euro PP » (Comité Euro PP, 2017, p.2). Le

⁷L'ensemble des associations professionnelles de la Place de Paris sont disponibles via le lien suivant : <https://www.paris-eurolplace.com/fr/nos-membres>

marché est ainsi devenu accessible aux entreprises de plus petites tailles. C'est ainsi que des émissions de moindre envergure ont vu le jour à partir de 2013 comme en témoigne l'Euro PP émis par la société VM matériaux pour un montant de 3,8 millions d'euros, qui reste à ce jour le plus petit montant émis pour une opération Euro PP. De nombreuses autres transactions de moins de 10 millions d'euros ont depuis lors vu le jour grâce au fait que « de plus en plus d'entreprises considèrent l'Euro PP comme un financement à part entière, intégré dans la palette d'instruments de financement classiques, au même titre que le financement bancaire » (Comité Euro PP, 2017, p.2).

Ensuite, le nombre d'investisseurs a lui aussi augmenté et permet désormais de répondre aux besoins de financement d'un nombre plus important d'entreprises. Cet accroissement du nombre d'investisseurs a notamment été rendu possible grâce à la réforme du code des assurances en août 2013 et grâce au nouveau décret du 17 décembre 2014 incitant les assureurs, mutuelles et institutions de prévoyance au financement de l'économie réelle. Cependant, le nombre d'investisseurs présent dans le marché reste relativement faible, « entre 30 et 60 investisseurs institutionnels » selon le rapport du Boston Consulting Group & Linklaters (2017, p.6).

Depuis ses débuts, ce type de financement a permis de lever plus de 25 milliards d'euros avec un pic observé en 2015 avec 6,7 milliards d'euros de montants levés, en particulier au profit d'entreprises de taille relativement importante de type ETI ou grosses PME.

Malgré ces montants encourageants, le marché européen du placement privé fait encore pâle figure à côté de ses concurrents plus mûres tels que le *Schuldschein* en Allemagne avec ses 19 milliards d'euros émis⁸ en 2015 et le USPP aux États-Unis avec ses 61 milliards de dollars émis en 2015.⁹ Nous effectuons une analyse des marchés de placements privés américain et allemand en comparaison avec le marché de l'Euro PP un peu plus tard dans ce rapport.

À propos du nombre de transactions, celui-ci est en constante augmentation depuis 2012. Cela s'explique par le fait que la taille moyenne des opérations est nettement plus basse aujourd'hui qu'auparavant. En effet, lors de son lancement, la taille d'émission d'un Euro PP était en moyenne de 110 millions d'euros alors que depuis 2014, la taille moyenne d'une émission s'est réduite pour se stabiliser autour de 50 millions d'euros.

⁸ Source Standard & Poor's, Avril 2016

⁹ Source Ernst & Young, Mars 2016.

En ce qui concerne le futur du marché, les prévisions vont bon train. Une étude menée par le Boston Consulting Group et Linklaters LLP publiée en avril 2017 souligne que « 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 » (p.8).

3. Facteurs ayant contribué au développement du marché

3.1. Contexte économique

La conjoncture économique qui a suivi la crise financière de 2007-2008 a permis au marché de l'Euro PP de voir le jour en juillet 2012. Plusieurs éléments sont à la base du développement de ce nouveau produit. Nous analysons dans cette partie les différents facteurs de développement économique qui ont permis au marché du placement privé de se mettre en place en Europe.

3.1.1. Contexte de taux bas

Selon Stéphanie Collet et Caroline Peny qui ont analysé en 2016 le contexte économique dans lequel s'est développé le marché de l'Euro PP, « le contexte de taux bas en zone euro (en moyenne inférieur à 2%) et la détente des coûts de financement sur les marchés obligataires, (qui rendent le coût de la dette de marché plus favorable que celui du financement par prêt bancaire), ont poussé les entreprises à privilégier le financement obligataire plutôt que le crédit bancaire. Le remplacement des crédits bancaires par des titres de dettes reste malgré tout relatif, les financements de marché ne se substituant que partiellement aux prêts bancaires » (pp. 213-218).

Cet environnement de taux extrêmement bas a permis l'éclosion de nouvelles formes de financement désintermédiées répondant aux attentes et aux besoins des entreprises et des investisseurs. La situation en termes de taux d'intérêt était telle que les assurances, les caisses de retraite, les mutuelles, les fonds de prêts à l'économie se sont mis à la recherche d'investissements offrant une performance financière plus rentable. C'est immanquablement un des facteurs principaux qui a permis le développement du marché de l'Euro PP avec un coût de financement attractif pour les entreprises émettrices qui se sont dirigées naturellement vers les marchés offrant la rentabilité attendue par les investisseurs.

3.1.2. Mouvement de désintermédiation

La désintermédiation dans les pays développés, traduit le passage d'une économie d'endettement à une économie de marchés financiers. Ce mouvement, étudié par M. Boutillier et J-C. Bricongne en 2011, est en pleine expansion en France et en Europe depuis la crise de 2008. Les auteurs ont en effet montré un recul du taux d'intermédiation financière en France à partir de fin 2008. Malgré tout, selon eux, « l'intermédiation financière est une activité incontournable pour une économie moderne, et non pas une activité vouée à la disparition ou à la marginalisation ; au contraire, les modalités de son insertion dans l'économie nationale ne cessent de se renouveler » (p.2).

L'intermédiation n'est donc pas vouée à s'évanouir. Nous observons plutôt une phase de changements avec la mise en place progressive d'un nouvel équilibre entre financement bancaire et financement alternatif. Le rapport FINECO de Paris EUROPLACE expliquait en 2013 que « si la baisse de la part de financement bancaire dans l'économie est engagée, le nouvel équilibre pourrait s'orienter à terme vers 60 % de financement bancaire (contre 76 % actuellement), pour 40 % de financements alternatifs (ou complémentaires), dont une partie par les marchés financiers ».

Là où la désintermédiation a progressivement pris de l'ampleur à partir des années 60 aux États-Unis, ce mouvement est en pleine croissance en Europe depuis la crise de 2008. Le développement de l'Euro PP en tant que moyen de financement désintermédié s'inscrit donc parfaitement dans la nouvelle stratégie d'endettement des entreprises en Europe.

3.1.3. Assèchement de la liquidité bancaire

Après la crise des *subprimes* qui a ébranlé le monde de la finance, les banques centrales européennes ont dû prendre des mesures afin d'éviter qu'une situation de risque systémique ne se reproduise à nouveau. L'introduction de nouvelles normes prudentielles, avec notamment Bâle III et Solvabilité II, a ainsi redessiné les règles de financement de notre économie.

Bâle III a eu un impact sur la capacité des banques à financer les entreprises comme elles pouvaient le faire auparavant. En effet, les nouvelles contraintes réglementaires imposées aux

banques via les accords de Bâle, ont vu l'entrée en vigueur de nouveaux ratios de liquidité (LCR¹⁰ et NSFR¹¹), une restructuration de leur bilan et le renforcement de leurs fonds propres.

Par conséquent, ces nouvelles contraintes ont entraîné un assèchement de l'offre de liquidité bancaire et un durcissement des conditions d'octroi de crédits. Les entreprises ont donc été amenées à sécuriser leurs liquidités et leur capacité à lever de la dette dans un contexte de restriction de crédit. Elles se sont alors tournées peu à peu vers d'autres types de financement.

En outre, Gérard Soularue met en lumière dans les Cahiers du centre, revue publiée par le Centre des Professions Financières (CPF), un autre enseignement majeur de la crise financière de 2007-2008. Selon lui, le financement octroyé par les banques aux entreprises n'est plus assuré. Il observe « une rupture dans les objectifs fixés au système bancaire : la priorité auparavant concernait la capacité de financer notre économie avec le rythme défini par les autorités monétaires ; les principes sécuritaires ont aujourd'hui surpassé tous les autres et la priorité est de ne pas mettre en situation de risque systémique notre modèle comme cela s'est produit en 2008 » (p. 12). L'objectif principal pour les autorités aujourd'hui est d'éviter à tout prix de revivre la situation dramatique de la crise financière de 2007-2008. Les nouvelles règles prudentielles ont donc pour but majeur de protéger notre modèle contre un risque systémique quitte à impacter la capacité des banques à financer les entreprises dans le futur.

Il est aujourd'hui de notoriété publique qu'en cas de crise grave, les banques peuvent être amenées à suspendre leurs lignes de crédits. Entre 2007 et 2009, de nombreuses sociétés, très bien gérées et sans difficultés financières apparentes, se sont retrouvées en situation de faillite parce que les banques ont dû couper les lignes de financement. Un exemple parmi d'autres est celui de la société Cauval Industries, le numéro 1 français du meuble de l'époque qui s'est retrouvé sous procédure de sauvegarde en 2008 faute de financements suffisants auprès des banques. En 2016, après trois plans de sauvegarde, la société s'est vue contrainte de déposer son bilan. Selon Creditreform qui a publié fin des années 2000 le rapport intitulé « Insolvencies in Europe 2008/09 », le nombre total de faillites en Europe a augmenté de 11% entre 2007 et 2008.

Il est actuellement de la responsabilité du management de l'entreprise de prendre en compte le risque que les banques peuvent être amenées à cesser l'octroi de crédits même auprès de sociétés à priori irréprochables. C'est une des raisons pour lesquelles les entreprises se sont mises à la

¹⁰ Liquidity Coverage Ratio

¹¹ Net Stable Funding Ratio

recherche de financements alternatifs. L'offre de financement des banques risquant de devenir insuffisante dans le futur, le management se doit de trouver de nouvelles techniques de financements répondant à leurs besoins.

Dans cette optique, l'option pour les PME/ETI de se diriger vers les placements privés comme source de financement apparaît comme une alternative de premier choix pour ses dirigeants. En effet, en plus de réduire la dépendance au crédit bancaire, les placements privés offrent une certaine résistance en cas de crise financière. L'étude menée par le Boston Consulting Group et Linklaters LLP analyse les différents placements privés européens. Il en ressort que « les placements privés – et spécifiquement les Schuldschein – se sont avérés être assez résilients pendant la crise économique. Les Schuldschein sont restés une source de financement viable des entreprises et ont même atteint des volumes record pendant la crise financière » (2017, p.5). En effet, durant la crise financière de 2007-2008, le marché obligataire a fortement ralenti, laissant la place à d'autres types de financement. Certaines entreprises se sont alors tournées vers les placements privés. Le marché des Schuldschein a ainsi atteint un niveau record avec 19 milliards d'émissions en 2008 avant de revenir à un volume plus « normal » autour des 10 milliards d'euros entre 2010 et 2014.¹²

Nous supposons que le marché de l'Euro PP réagirait de la même manière que son homologue allemand en case de crise grave même si, à ce jour, cette hypothèse n'a pas été vérifiée.

3.1.4. Conclusion

La combinaison de ces différents facteurs économiques a donc permis le développement du marché de l'Euro Private Placement, une solution de financement alternative négociée directement entre les investisseurs et les émetteurs, en ne passant plus par le bilan des banques pour se financer.

Après la crise des *subprimes* et l'introduction de nouvelles normes prudentielles, nous observons une rupture dans notre modèle économique actuel. Le rapport FINECO de Paris EUROPLACE rendu public en février 2013 explique que « le modèle actuel de financement de

¹² Chiffres fournis par BNP paribas fortis

l'économie française connaît un bouleversement profond, susceptible de fragiliser le financement des Petites et Moyennes Entreprises PME et Entreprises de Taille Intermédiaire ETI ». Ce rapport met en avant le fait que le modèle traditionnel de financement trop dépendant des crédits bancaires a atteint certaines limites.

Le rapport « Financement en dette des PME/ETI » publié le 10 mars 2014, réalisé par un groupe de travail animé par Olivier Casanova explique alors que « dans ce contexte, l'ensemble des acteurs du financement des entreprises françaises, et notamment des PME/ETI, sont conscients de l'urgence de favoriser un développement sain de sources de financement complémentaires au financement bancaire, pour répondre aux besoins des entreprises. Les PME/ETI sont de plus en plus demandeuses de solutions plus adaptées à leurs besoins, y compris en termes de conditions d'accès à ces financements. La diversification des sources de financement est, aujourd'hui, une priorité pour l'ensemble de ces entreprises » (pp.17-18).

Ce constat qui est fait pour les entreprises françaises peut être transposé à l'ensemble des pays de l'Union Européenne dont l'économie reste encore largement intermédiée.

3.2. Standardisation des procédures

Depuis le lancement du marché en juillet 2012, il y a une réelle envie de la part de l'ensemble des intervenants de rendre le marché plus accessible notamment via une standardisation des procédures. L'objectif est de favoriser le développement du marché de l'Euro PP afin de contribuer au financement des PME et ETI mais aussi de répondre aux besoins des investisseurs.

Les travaux de place sur l'Euro PP ont ainsi débuté fin 2012 à la suite d'une initiative de la Chambre de commerce et d'industrie de la région Paris Ile-de-France. Ces travaux impliquant de nombreux acteurs du secteur (émetteurs, emprunteurs, investisseurs, arrangeurs et avocats) et bénéficiant de l'appui du Trésor, de la Banque de France et de Paris Europlace ont débouché sur la publication de la charte Euro PP en février 2014. Cette dernière a pour mission de définir des standards de marché, des bonnes pratiques et des recommandations utiles à destination de tous les acteurs du marché. Elle propose un cadre non-contraignant des pratiques essentielles au développement des placements privés. La charte a immédiatement été endossée par dix

associations directement concernées (Af2i, AFG, AFTE, AMAFI, ASMEP-ETI, FBF, FFSA, GEMA, MEDEF, PARISEUROPLACE) qui se sont engagées à la promouvoir auprès de leurs adhérents.

Un comité de pilotage a ensuite été créé sur demande du ministre des finances en France afin de poursuivre les travaux. Des groupes de travail, composés de 60 intervenants représentant l'ensemble des acteurs du marché, se sont alors constitués. Ces différents groupes traitent de thèmes nombreux et variés tels que des sujets prudentiels et comptables, d'éligibilité des actifs, de promotion avec l'organisation des premières rencontres de l'Euro PP le 13 mars 2015, de documentation, et de suivi de marché.

C'est ainsi que le groupe documentation a mis au point en janvier 2015 des contrats-types de prêts et d'émissions obligataires définissant un certain cadre de référence du marché. Ces contrats peuvent être utilisés lors d'opérations de placements privés mais ont vocation à être modifiés lors des négociations afin de correspondre au profil de l'entreprise et aux exigences des investisseurs. Ces deux modèles de contrats, adaptables au cas par cas, sont soumis au droit français et sont disponibles en anglais, français et italien en format Word et PDF sur le site officiel du Comité de Pilotage Euro PP.

Le site internet, lancé le 1^{er} décembre 2014, a pour objectif de centraliser les différents travaux effectués par le comité de pilotage afin d'accroître la notoriété de l'Euro PP auprès d'un grand nombre d'entreprises, investisseurs, arrangeurs, avocats, etc.

En marge des travaux effectués par le comité de pilotage, l'International Capital Market Association (ICMA), travaille en vue d'organiser et de standardiser le marché des placements privés au niveau européen en s'inspirant largement de la Charte française. L'ICMA a ainsi publié en février 2015, un « Pan-European Corporate Private Placement Market Guide » fournissant un cadre non-contraignant de bonnes pratiques pour les transactions paneuropéennes. Une documentation standard en droit anglais a également vu le jour, élaborée par la Loan Market Association (LMA)¹³, s'adaptant dès lors à la réglementation britannique.

Plus récemment, l'Association française des Marchés Financiers (AMAFI) a publié le 13 janvier 2016 un « Code de bonnes pratiques des arrangeurs d'opérations d'Euro PP ». Ce document met en lumière l'importance des arrangeurs et le rôle clé qu'ils occupent lors d'une

¹³ « La Loan Market Association (LMA) a pour objectif principal d'améliorer la liquidité, l'efficacité et la transparence sur les marchés des prêts syndiqués primaires et secondaires en Europe, au Moyen-Orient et en Afrique ». Source : <https://www.lma.eu.com/about-us>

opération d'Euro PP. Comme le précise le code AMAFI, « l'objectif est de normaliser les bonnes pratiques professionnelles en la matière en répertoriant l'ensemble des tâches, prestations ou diligences qui peuvent être accomplies par l'Arrangeur à chaque étape d'une opération d'Euro PP » (2016, p.2). Les principaux établissements arrangeurs de la Place de Paris se sont engagés dès sa publication à l'employer.¹⁴

En mars 2016, un groupe de travail dédié à l'Environnement Juridique et Réglementaire des Euro PP a rédigé un document répondant aux « Questions fréquentes » que se posent les emprunteurs ou les investisseurs quant aux opérations d'Euro PP. Parmi les questions fréquemment posées, figurent par exemple les interrogations suivantes : « Les modèles de contrats Euro PP sont-ils adaptés à ma situation ? Quel droit choisir pour mon opération d'Euro PP ? Qu'en est-il en cas de faillite de l'emprunteur ? Dois-je coter mon opération d'Euro PP ? » (pp.2-4).

Enfin, en janvier 2016, le comité Euro PP a constitué un groupe de travail relatif aux questions d'analyse financière et de gouvernance du risque de crédit. Celui-ci, composé d'une centaine de praticiens tous experts de leurs métiers respectifs, a publié en mai 2017 une « Analyse financière et gestion des risques pour les Euro PP - Recueil de meilleures pratiques ». L'expérience de ces professionnels ainsi que leur vision historique et prospective du marché de l'Euro PP sont ainsi regroupés dans ce document.

Finalement, des journées consacrées au marché du placement privé sont organisées chaque année depuis 2015. La première journée, nommée « Premières rencontres Euro PP », a eu lieu le 23 mars 2015 et était organisée par l'ensemble des associations qui ont signé la charte Euro PP. Ces rencontres ont pour objectif d'échanger avec les acteurs concernés quant à l'actualité du marché du placement privé. De nombreux experts sont invités à débattre des enjeux et des diverses spécificités des Euro PP. Ces rencontres représentent des occasions uniques pour les entreprises et les investisseurs d'en apprendre d'avantage quant au marché de l'Euro PP. Les deuxièmes et troisièmes journées ont respectivement eu lieu le 29 mars 2016 et les 14 et 15 novembre 2017.

¹⁴ La liste regroupant les principaux établissements arrangeurs de la Place de Paris est disponible sur le site de l'AMAFI : <http://www.amafi.fr/topics/fr/documentation/euro-pp>

3.2.1 Conclusion

L'ensemble des travaux du Comité de pilotage Euro PP témoigne de l'envie des différents acteurs du marché de faciliter la mise en place de l'Euro Private Placement. Ainsi, le marché s'est développé sous l'impulsion de l'ensemble des intervenants et acteurs de la Place financière de Paris : les entreprises, les investisseurs, les autorités de régulation et le monde bancaire se sont tous mobilisés pour mettre en place des conditions favorables à l'organisation de ce marché.

La standardisation des procédures a permis de créer un marché actif et dynamique, satisfaisant les besoins des PME/ETI et permettant de rassurer les émetteurs et investisseurs peu habitués à ce nouveau type de financement. La documentation standardisée, non-contraignante, a également permis de réduire le prix et la complexité de l'Euro PP.

En marge du dynamisme positif insufflé par l'ensemble des intervenants et acteurs de la Place financière de Paris pour mettre en place le marché de l'Euro PP, la Commission Européenne promeut, elle aussi, le développement des placements privés. En septembre 2015, la Commission Européenne a mis en place le Plan d'action pour la construction d'une Union des marchés des capitaux (Plan d'action CMU) qui a notamment pour objectif d'accroître les opportunités de financements pour les PME européennes. La Commission Européenne soutient donc via ce plan le marché du placement privé en tant que source alternative de financement d'entreprise.

4. Avantages pour les différentes parties prenantes

Les avantages pour les différents acteurs d'une opération Euro PP sont nombreux. Dans cette section, nous détaillons séparément les attributs de ce produit pour les émetteurs, les investisseurs et les arrangeurs.

4.1. Avantages pour les émetteurs

L'Euro PP répond d'abord à la demande de financements alternatifs des émetteurs dans le contexte économique post-crise déjà évoqué précédemment. Les PME et ETI en Europe, n'ayant pas accès au marché obligataire public, cherchent ainsi à réduire leur dépendance au financement bancaire qui ne répond plus à leurs attentes.

L'un des principaux avantages de l'Euro PP pour les entreprises réside donc dans le fait qu'il offre une diversification des sources de financements à moyen-long terme et un accès au marché obligataire. Même si l'Euro PP n'a pas vocation à remplacer irrémédiablement le crédit bancaire, celui-ci offre pour les PME et ETI une source complémentaire de financement non négligeable.

En outre, le remboursement in fine de la dette est très apprécié par les entreprises. En effet, le remboursement à l'échéance permet de libérer des cashflows permettant de financer des investissements ou d'améliorer la situation du fond de roulement de la société émettrice. Ce type de dette est donc particulièrement adapté au financement de la croissance de l'entreprise lui laissant le temps de se constituer un marché. Cependant, il n'est pas obligatoire de se diriger vers un remboursement de la dette à l'échéance. Il existe des cas d'Euro PP amortissables, même si ce format reste marginal et peu utilisé dans la pratique. A titre d'exemple, nous pouvons citer le placement privé émis par une collectivité locale de la métropole du Grand Paris qui a levé, en 2017, 10 millions d'euros pour une maturité de 15 ans avec un remboursement amortissable.

Un autre avantage du placement privé européen est son prix attractif. Les principaux coûts des placements privés sont, d'une part, la commission payée à l'arrangeur lors de l'émission et, d'autre part, le paiement des coupons à intervalle régulier (3-4%). Les prix varient en fonction

du profil de l'émetteur, de la taille du deal, de la durée de l'Euro PP, des investisseurs mais de manière générale, les Euro PP offrent des coûts d'émission inférieurs aux obligations classiques.

Par ailleurs, l'Euro PP permet d'allonger la maturité de la dette par rapport à un emprunt bancaire classique. L'Euro PP présente une maturité moyenne de 7 ans contre 5 ans pour le crédit bancaire. Cette maturité plus longue est très estimée par les entreprises. La grande liberté au niveau de la taille d'émission, entre 4 et 400 millions d'euros, en fait également un produit très flexible.

De plus, l'émission d'un tel produit permet de développer la notoriété financière de l'entreprise. En effet, l'Euro PP offre une visibilité qui peut être très favorable à l'émetteur dans sa relation avec ses partenaires, ses clients et ses collaborateurs. L'émission d'un placement privé « vert » par exemple ne peut être que bénéfique pour l'image de la société grâce à l'impact positif en termes de financement durable que propose cette forme d'Euro PP. Ainsi, la Foncière INEA, spécialisée dans l'immobilier, a émis en février 2018 un Euro PP « vert » d'un montant de 100 millions d'euros. Laurent Peryot, responsable placements privés de LCL explique dans une interview donnée au groupe Crédit Agricole que « si le caractère « Green » n'a pas d'impact sur le prix, il permet de démontrer l'engagement de Foncière INEA en faveur de la transition énergétique ».

Enfin, l'obligation en matière de publication d'informations est limitée et peu contraignante dans le cas d'un Euro PP sous forme de prêt ou d'obligations non cotées. La documentation quant à elle est allégée, presque identique à celle d'un prêt bancaire classique et est ajustée en fonction du profil de l'émetteur. Aussi, il n'y a pas obligation de notation financière de l'Euro PP même si celle-ci reste possible.

4.2. Avantages pour les investisseurs

Dans un environnement de maintien des taux d'intérêt à des niveaux historiquement faibles, les investisseurs institutionnels sont à la recherche d'une diversification de leur portefeuille d'actifs ainsi que de rendements plus intéressants. C'est pourquoi leur regard se tourne depuis quelques années vers les ETI et PME. Selon Frédéric Lacroix, Avocat associé, Clifford Chance dans l'argus de l'assurance : « Les prêts constituent une bonne alternative, avec des fonds de dettes

qui visent généralement un objectif de rendement de l'ordre de 4 % à 6 %, ce qui reste nettement mieux que l'OAT ou le Bund ». Les Euro PP constituent donc une source de rendements significative pour les différents investisseurs.

De plus, le traitement comptable spécifique des placements privés constitue pour les investisseurs un avantage supplémentaire non négligeable. En effet, les placements privés étant par nature *buy and hold*, les investisseurs institutionnels les conservent jusqu'à maturité et ont la possibilité d'utiliser la comptabilité d'exercice ce qui permet de limiter la volatilité de leur bilan. Aussi, étant donné que les placements privés sont un moyen de financement à moyen long terme, ils correspondent bien au passif à long terme des compagnies d'assurance.

En outre, des clauses spécifiques sont régulièrement présentes dans les contrats en vue de protéger les investisseurs jusqu'à maturité de l'obligation. Ces clauses sont fortement inspirées des marchés plus matures américain (US PP) et allemand (Schuldschein). Ainsi, des covenants financiers permettent par exemple aux investisseurs de revendiquer le remboursement anticipé en cas de non-respect des exigences financières négociées entre émetteurs et investisseurs.

D'autre part, la législation encourage ce type de financement désintermédié. En effet, la réforme du code des assurances en août 2013 et le nouveau décret du 17 décembre 2014 incitent les assureurs, mutuelles et institutions de prévoyance au financement de l'économie réelle ce qui contribue certainement au développement de l'Euro PP.

Par ailleurs, même si le marché de l'Euro PP est encore très jeune, il est important de signaler que jusqu'à présent, aucun cas de défaillance n'a été signalé. Notons également que même si les placements privés se conservent en principe jusqu'à la fin, il est malgré tout possible de les transférer à un autre créancier.

Enfin, le traitement *pari passu*¹⁵ que confère l'Euro PP permet une égalité de paiement entre les créanciers bancaires et les investisseurs de ce type de produit.

¹⁵« La clause *pari passu*, qui signifie « pas égal » en latin, oblige une entreprise à faire bénéficier un prêteur de toutes les garanties supplémentaires qu'elle pourrait accorder à d'autres prêteurs lors de crédits futurs de même rang ». (Banque Ooreka, 2018)

4.3. Avantages pour les arrangeurs

Les nouvelles contraintes réglementaires ainsi que l'expansion du mouvement de désintermédiation en Europe ont poussé les banques à chercher des voies alternatives aux crédits afin de poursuivre l'accompagnement de leurs clients dans leurs diverses opérations de financement. C'est ainsi qu'elles ont endossé le rôle d'arrangeur.

Le principal avantage du marché du placement privé pour les banques réside dans le fait qu'elles parviennent à diminuer le risque de leur bilan tout en conservant une relation commerciale avec les entreprises. Les banques trouvent ainsi leur place et sont les mieux placées pour guider les entreprises dans ce nouveau mode de financement. L'arrangeur se paie alors via des commissions pour le travail qu'il accomplit.

4.4. Conclusion

Le financement par Euro PP présente de multiples avantages pour l'ensemble des parties prenantes.

Ce nouveau marché permet aux entreprises émettrices, dans un contexte de durcissement d'octroi de crédits, de se détourner de la forte dépendance aux banques et de diversifier leurs sources de financement à des coûts intéressants. Ces placements privés sont particulièrement attrayants pour les PME et ETI qui, jusque-là, n'avaient pas accès au marché obligataire public faute de montants à émettre suffisamment élevés.

Pour les investisseurs institutionnels, ce nouveau type de dettes offre une performance financière avantageuse sur des sociétés non notées pour un profil de risque sécurisé concordant dorénavant avec leurs exigences prudentielles et réglementaires. L'Euro PP répond donc à la demande des investisseurs institutionnels à la recherche de rendements significatifs mais aussi de diversification des risques dans le secteur de la dette d'entreprise.

Les arrangeurs, qui sont en général des banques, trouvent également leur place sur ce marché en pleine restructuration. En effet, la diversification des sources de financement de leurs clients vient alléger la taille de leur bilan et s'inscrit bien dans les nouvelles contraintes réglementaires qui leur sont imposées.

5. Étapes clés d'une opération Euro PP

Lors de la première étape d'une opération Euro PP, l'emprunteur doit fournir aux investisseurs des informations clés concernant notamment l'activité et les résultats opérationnels et financiers de l'entreprise. Cette étape est importante pour les investisseurs qui attendent une information complète et détaillée afin de comprendre le *business model* de l'entreprise et de mesurer les risques pris en cas d'investissement. En fonction du type d'Euro PP (obligations cotées, obligations non cotées, prêt), l'information est transmise soit sous la forme d'un memorandum d'information soit celle d'un prospectus¹⁶. Quel que soit le format de l'Euro PP, cette étape est toujours accompagnée d'un accord de confidentialité conclu entre l'emprunteur et les investisseurs.

La deuxième étape consiste à déterminer les conditions économiques de l'opération ainsi que les engagements juridiques et financiers de l'emprunteur. Sur base des informations fournies par l'emprunteur lors de la première étape, les différents acteurs négocient et définissent ensemble les modalités financières de l'opération ainsi que les clauses spécifiques destinées à protéger les investisseurs. Une *Term Sheet* détaillée regroupant ces données est établie et sert de base à la rédaction des modalités complètes et définitives (*Terms and Conditions*) des obligations (Euro PP sous format obligataire) ou du contrat de crédit (Euro PP sous format prêt). Signalons qu'à tout moment, un investisseur peut sortir du processus (en cas de modification du projet par exemple). Il se doit toutefois de respecter l'accord de confidentialité qu'il a signé.

La mise en place d'une opération d'Euro PP dure en moyenne dix semaines durant lesquelles l'arrangeur et les investisseurs sont tenus de procéder à des séances de *Due Diligence* professionnelles. Ces séances permettent de réunir la direction de l'emprunteur, la banque arrangeuse et les investisseurs afin de négocier les différents accords. En règle générale, l'opération nécessite plusieurs investisseurs, un ou plusieurs arrangeurs, les conseils de chaque partie, les commissaires aux comptes, l'agent payeur, l'agent du crédit et le représentant de la masse des porteurs d'obligations.

Une fois que les parties se sont mises d'accord quant à la taille du *deal*, la maturité, le prix et les termes contractuels et financiers, il convient de gérer l'opération jusqu'à maturité.

¹⁶ « Le Prospectus décrit, outre l'activité et les états financiers de l'Emprunteur, les facteurs de risque et les modalités des obligations, permettant aux Investisseurs d'étayer leur analyse. Un tel prospectus (ou document équivalent en cas de cotation sur un Système Multilatéral de Négociation) n'est pas requis en l'absence de cotation sur un Marché Réglementé ou d'offre au public. » (Charte Euro PP, 2014)

L'emprunteur est ainsi tenu de communiquer des informations de façon simple et rapide selon une périodicité adéquate, au minimum annuellement. Ces informations permettent le suivi des *covenants* juridiques et financiers durant la durée de vie des titres ou du prêt.

6. Comparaison avec les marchés américain et allemand

L'Euro Private Placement s'est largement inspiré du succès de ses homologues américain et allemand. Toutefois, comparé aux marchés USPP et Schuldschein, le marché de l'Euro PP demeure très récent et en est encore au stade du développement avec des montants totaux émis bien inférieurs. Ainsi, le marché de l'Euro PP fait encore pâle figure aux côtés des Schuldschein en Allemagne avec ses 19 milliards d'euros émis en 2015 et des USPP aux États-Unis avec ses 61 milliards de dollars émis en 2015 (6,7 milliards d'euros en 2015 pour le marché de l'Euro PP).

C'est aux États-Unis que les placements privés ont d'abord vu le jour. De l'autre côté de l'Atlantique, la culture du crédit y est bien différente et la désintermédiation y est beaucoup plus répandue. En effet, selon le groupe Amundi¹⁷, le financement des entreprises aux États-Unis se fait via les marchés à hauteur de 76% (24% de prêts bancaires). Au sein de l'Union Européenne, la situation est totalement inversée : 74% du financement des entreprises se fait via les crédits bancaires contre 26% par le marché des capitaux. Le marché des US Private Placements existe depuis des années et est presque exclusivement animé par des assureurs-vie et des fonds de retraite essentiellement au format obligataire. Les maturités pour ce genre de dettes sont relativement longues, de 7 à 15 ans avec une large préférence pour les maturités de plus de 10 ans. Le succès pour ce marché est au rendez-vous avec des émissions en constante évolution ces dernières années. Cependant, les USPP restent fort peu accessibles aux PME et ETI privilégiant ainsi les grosses entreprises américaines. Du côté des émetteurs européens, les plus grandes entreprises ont la possibilité de se financer via cette forme d'émission. Le marché offre en effet des tranches Euro, permettant aux entreprises européennes de lever directement des fonds en euro aux États-Unis. Il est malgré tout presque impossible pour une PME/ETI européenne d'accéder à ce type de financement.

Le Schuldschein est le modèle allemand du placement privé. Il est aussi le premier marché de placements privés en Europe, devant le marché de l'Euro PP (en termes de transactions et de montants émis). On le retrouve principalement sous forme de prêts bilatéraux financés presque exclusivement par des banques et des sociétés d'assurance allemandes. La majorité (85% en 2015) des entreprises émettrices sont de grandes entreprises germanophones (allemandes,

¹⁷ Amundi est le premier asset manager européen en termes d'actifs sous gestion, et se classe dans le top 10 mondial : <https://www.amundi.fr/>

autrichiennes) même si le marché s'est progressivement ouvert, d'une part, aux PME et ETI allemandes et, d'autre part, aux entreprises européennes de manière générale. A l'instar des USPP, les Schuldschein ont connu une forte croissance ces dix dernières années avec un nombre croissant d'entreprises étrangères émettrices (essentiellement européennes) à la suite des apparitions des premières tranches en USD, GBP et CHF.

En France, la place financière de Paris s'est fortement inspirée des succès croissants des marchés américain et allemand même si le marché de l'Euro PP a vu le jour pour des raisons bien différentes (cf. « Facteurs ayant contribué au développement du marché » supra). Depuis la création du marché, les émissions ont principalement concerné des entreprises françaises financées par des investisseurs institutionnels français. Cependant, de nombreux efforts ont été entrepris afin d'attirer de plus en plus d'investisseurs européens et internationaux.

Comparaison des principaux formats de placements privés

	Euro PP	Schuldschein	USPP
Taille du marché (2016)	4,5 Md € 68 transactions	25 Md € 120 transactions	47 Md € 196 transactions
Taux	Taux fixes majoritairement	Taux fixes ou flottant	Taux fixes ou flottant
Maturité	5-7 ans 10 ans possible	3-5-7 ans 10 ans possible	5-30 ans
Cotation	Pas obligatoire	Pas obligatoire	Pas obligatoire NAIC designation
Remboursement	In fine structuration en plusieurs tranches possible	In fine ou amortissable	In fine majoritairement
Devise	EUR	EUR principalement EUR, GBP, CAD ou AUD possible	USD principalement EUR, GBP, CAD ou AUD possible
Documentation	Standalone covenants financiers dans l'immense majorité des cas	Documentation spécifique covenants financiers similaires à la documentation bancaire et droit allemand	Pari passu covenants financiers similaires à la documentation bancaire
Nationalité des émetteurs	Majoritairement français	1/3 d'émetteurs étrangers	50% d'émetteurs internationaux

Sources : Troisième rencontre Euro PP / Financement en Dette des PME/ETI Nouvelles Recommandations / Identifier les obstacles de marché et réglementaires au développement du placement privé de dette dans l'UE

L'étude sur les placements privés de dettes dans l'UE mandatée par la Commission Européenne et menée par la Boston Consulting Group et Linklaters LLP avait notamment pour objectif de mesurer le potentiel de croissance des marchés de placements privés et d'en évaluer les obstacles réglementaires potentiels. Les résultats de l'étude sont très encourageants et insistent sur le fait que « les placements privés sont devenus une source importante de financement des entreprises au cours des dernières années » (2017, p.4). L'étude conclut en prouvant que le marché de l'Euro PP « fonctionne généralement bien et devrait croître davantage. De plus, aucun obstacle réglementaire significatif empêchant la croissance des placements privés dans l'UE n'a été identifié » (2017, p.12).

7. Freins au développement du marché

Une interrogation subsiste malgré tout concernant la question de l'offre. Malgré le nombre d'investisseurs toujours plus important, leur offre de financement parviendra-t-elle à répondre aux besoins de financement alternatif d'un nombre croissant d'entreprises dans le futur ?

Gérard Soularue s'interrogeait en 2015 quant à la problématique de l'argent nécessaire pour contribuer au développement du marché. Selon le président du comité de pilotage Euro PP qui se confiait récemment dans les cahiers du centre, « penser que dans les quinze ans qui viennent, nous pourrions prendre la direction du modèle américain où les marchés tiennent une place beaucoup plus importante que dans notre modèle européen, c'est admettre que 10 à 15 pour cent du financement de nos entreprises pourraient passer de la banque vers le marché, soit des montants de 150 à 200 milliards pour la France et plus de 1000 milliards pour la zone euro. D'où viendra l'argent dont nous aurons besoin pour le développement de ce marché, dans quelles conditions va-t-il venir et quelles seront les contraintes pour qu'il reste ? » (2015, p.14). Ces questions restent pour l'instant sans réponse même si le modèle américain, qui a déjà fait ses preuves, devrait servir de fer de lance.

II. Partie empirique

Cette deuxième partie du mémoire est consacrée à l'analyse empirique du marché de l'Euro PP. Après un premier compte rendu théorique du marché, il nous semblait essentiel d'en étudier les différents aspects de façon approfondie.

Dans un premier temps, nous analysons l'évolution du marché grâce aux données recueillies lors de l'édition 2017 des rencontres EURO PP dans le cadre des journées de l'AFTE (Association Française des Trésoriers d'Entreprises) des 14 et 15 novembre dernier.

Dans un second temps, nous nous penchons sur l'état des lieux du marché à travers l'analyse de notre base de données, recensant 275 placements privés, construite à l'aide de l'échantillon fourni en mai 2018 par l'Observatoire des Euro PP de CMS Francis Lefebvre Avocats et du logiciel financier Bloomberg.

1. Analyse de l'évolution du marché

1.1. Évolution des montants levés

Depuis son lancement, ce type de financement a permis de lever plus de 25 milliards d'euros, en particulier au profit d'entreprises de taille relativement importante de type ETI ou grosses PME.

Selon les données recueillies lors de la troisième journée consacrée à l'Euro PP en novembre 2017, nous constatons un net développement du marché depuis ses premiers pas en 2012 avec un pic des montants levés en 2015. Ainsi, le volume des placements privés émis a atteint 6,75 milliards d'euros en 2015 alors qu'il était de 3,3 milliards en 2013 et de 4,4 milliards en 2014. Le volume d'émission des Euro PP est alors retombé à 4,5 milliards d'euros en 2016 avant d'atteindre 2,8 milliards au premier semestre de 2017.

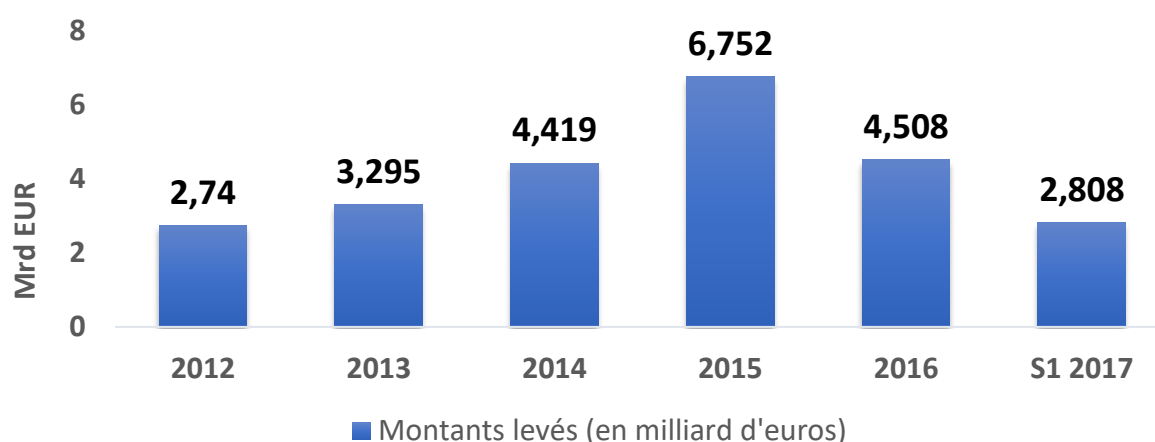
Il est important de préciser que ces chiffres ne sont pas exhaustifs et qu'il convient de les analyser de manière prudente étant donné la particularité du caractère confidentiel d'un nombre important de transactions. Dans une interview réalisée par DAF magazine, Gérard Soularue,

président du comité de pilotage Euro PP, estime que « les opérations confidentielles pourraient augmenter les montants de 10% et le nombre d'opérations de 20% » (2018, p.1).

La baisse des montants levés à partir de 2016 peut être expliquée, d'une part, par la forte concurrence des Schuldschein allemands qui ont attiré énormément d'entreprises ces dernières années. Le marché a d'ailleurs atteint un niveau record en 2016 avec 25 milliards d'euros levés pour 120 transactions émises.

D'autre part, les banques ont ressurgi sur le devant de la scène en 2016 en proposant des taux d'intérêt faibles pour de plus longues maturités rendant les crédits bancaires forts compétitifs.

Les montants levés depuis le lancement du marché en 2012



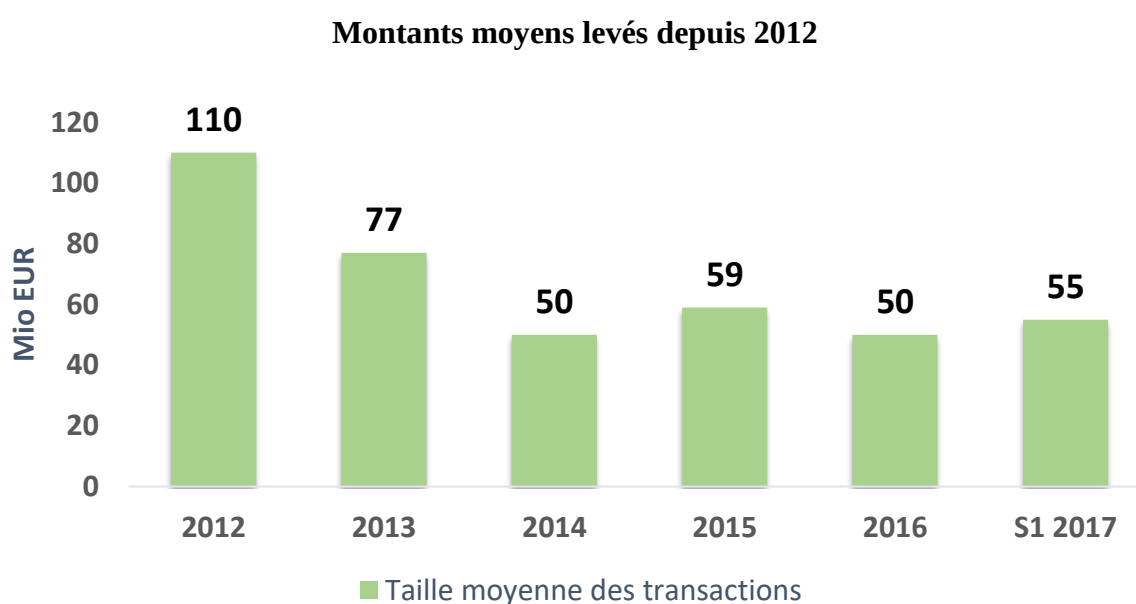
Source : Les troisièmes rencontres de l'Euro PP (14 et 15 novembre 2017)

1.2. Évolution du nombre d'émissions et du montant moyen levé

En ce qui concerne le nombre d'émissions du produit Euro PP, celui-ci est en constante augmentation depuis 2012. En effet, selon l'étude conjointe menée par la Boston Consulting Group et Linklaters LLP, « le nombre de transactions enregistrées a triplé entre 2012 et 2016, passant de 23 transactions constatées en 2012 à 68 en 2016 » (2017, p.5). Cela s'explique par le fait que la taille moyenne des opérations est nettement plus basse aujourd'hui qu'auparavant. En effet, lors de son lancement, la taille d'émission d'un Euro PP était en moyenne de 110 millions d'euros alors que depuis 2014, celle-ci s'est réduite pour se stabiliser autour de 50

millions d'euros. La taille des transactions est donc relativement faible comparée à ses homologues américain et allemand, variant de 4 millions d'euros à 400 millions d'euros, étant donné la taille modeste des émetteurs qui sont en général de type ETI ou PME.

Cette baisse de la taille moyenne des opérations Euro PP s'explique par le fait que le marché est progressivement devenu accessible aux entreprises de plus petite taille. Initialement conçu pour des entreprises de taille relativement importante, le marché s'est enrichi de nouvelles entreprises émettrices, notamment « par l'effet d'une descente en taille des entreprises éligibles à l'Euro PP ». (Comité Euro PP, 2017, p.2)



Source : Les troisièmes rencontres de l'Euro PP (14 et 15 novembre 2017)

1.3. Évolution du nombre d'opérations non listées

À l'origine du marché, les placements privés étaient en grande majorité cotés sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation entraînant des exigences importantes en matière de publication d'informations.

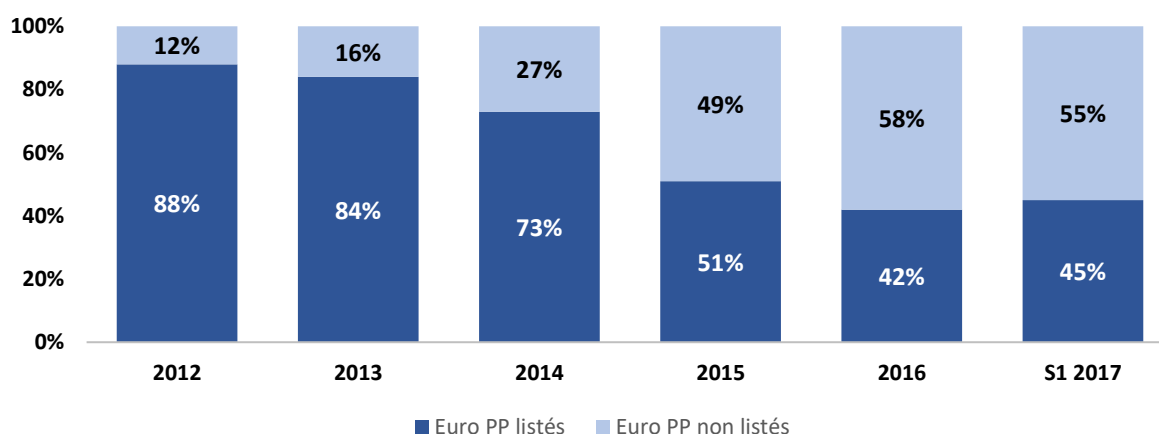
Cependant, depuis 2014, nous observons une nette augmentation des opérations Euro PP non listées atteignant jusqu'à 58% des opérations en 2016. Cette croissance des transactions non listées peut s'expliquer par le fait qu'en « 2012 et 2013, les assureurs avaient besoin que les titres soient admis aux négociations sur un marché réglementé pour être éligibles à la couverture

de leurs engagements réglementés » (Paris-Europlace, 2014, p.30). Depuis lors, la réglementation concernant les assurances a changé avec l'entrée en vigueur en août 2013 de la réforme du code des assurances, à travers le décret n° 2013-717, modifiant certaines règles d'investissement des entreprises d'assurance en France. Désormais, ces dernières peuvent souscrire directement des obligations non cotées émises par des sociétés commerciales, ce qui n'était pas le cas auparavant.

Aujourd'hui, « le choix à opérer entre l'absence de cotation et la cotation dépend de plusieurs facteurs reflétant les besoins des investisseurs et/ou les contraintes des émetteurs, tels que notamment les critères de placement auxquels sont soumis certains investisseurs, la disponibilité de comptes IFRS, le niveau de confidentialité souhaité quant au principe de l'opération, à ses modalités ou aux informations concernant l'emprunteur » (Groupe de Place Euro PP, 2016, p.3).

Du fait de l'augmentation importante des opérations non listées, le suivi du marché s'en retrouve plus compliqué étant donné la confidentialité accrue des opérations non cotées.

Pourcentage d'opérations listées par rapport aux opérations non listées



Source : Les troisièmes rencontres de l'Euro PP (14 et 15 novembre 2017)

1.4. Internationalisation de l'Euro PP

Si l'Euro PP est à la base un produit français, celui-ci a vocation à être un moyen de financement ouvert à tout émetteur, quel que soit son pays d'origine. Ainsi, en plus d'attirer un nombre

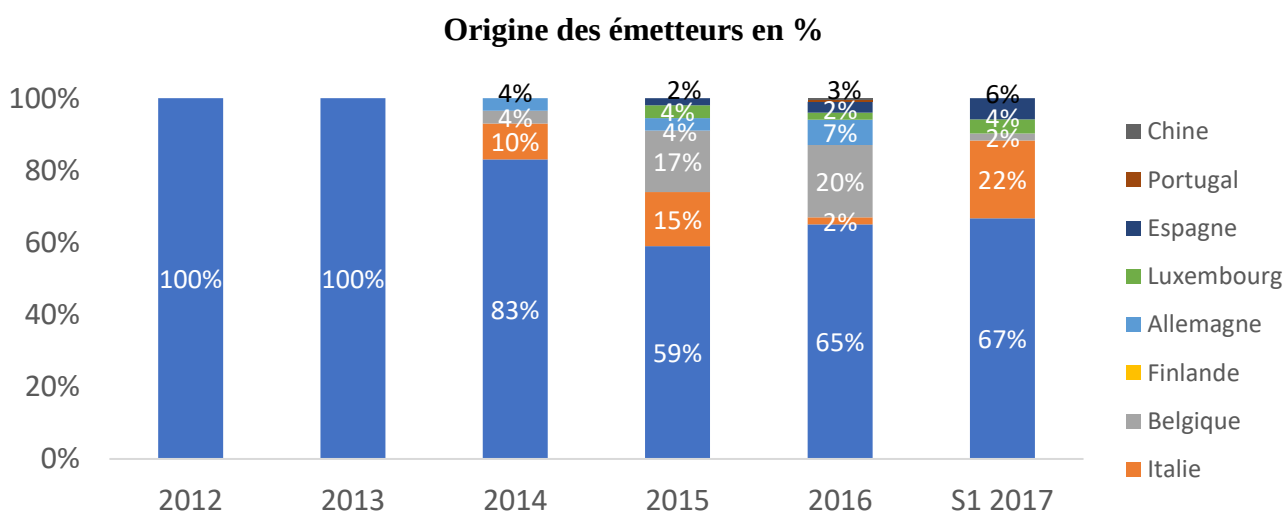
toujours plus grand d'entreprises de manière générale, le marché de l'Euro PP s'ouvre depuis plusieurs années aux émetteurs européens.

De ce fait, en vue de standardiser le marché des placements privés au niveau européen, L'International Capital Market Association a publié en février 2015, un « Pan-European Corporate Private Placement Market Guide » largement inspiré de la Charte française. Rappelons que l'objectif principal de la charte Euro PP est « de faire de l'Euro Private Placement un marché de référence en France et à l'international » (Groupe de Place Euro PP, 2014, p.1).

De plus, la législation européenne encourage cette internationalisation grâce notamment à la révision de Solvabilité II qui est en cours visant à rendre moins défavorable le financement des entreprises en Europe. En effet, cette réforme réglementaire a eu un impact négatif pour les assureurs en Europe en ce qui concerne les placements à long terme et les investissements plus risqués. Solvabilité II oblige en outre les compagnies d'assurances, via la marge de risque, à mettre de côté des capitaux importants qui pourraient être utilisés à meilleur escient. L'un des trois axes de la révision de Solvabilité II a donc pour objectif de supprimer certaines contraintes au financement de l'économie réelle en simplifiant notamment le calcul du ratio de solvabilité (Solvency Capital Requirement).

La Commission Européenne souligne quant à elle « l'importance des formes alternatives de financement d'entreprise européennes, incluant le placement privé d'instruments de dette ».

Toutes ces raisons ont contribué à la diversification des émetteurs qui sont de plus en plus séduits par ce type de dette.



Source : Les troisièmes rencontres de l'Euro PP (14 et 15 novembre 2017)

1.5. Conclusion

Selon les prévisions de la Société Générale recueillies en 2014 par un Groupe de travail animé par Olivier Casanova commandité par Paris EUROPLACE, « le marché des placements privés en Europe (obligataire et prêt) devrait représenter à moyen long terme près de 60 milliards d'euros, dont 25% en France, représentant le marché offrant le plus grand potentiel de croissance dans les années à venir » (p.37).

De son côté la BCG et Linklaters ne voient « aucun obstacle réglementaire significatif pour le développement du marché du placement privé en Europe » soulignant « le potentiel considérable du placement privé de dette » (2017, pp.11-12).

Malgré une légère baisse en 2016 due vraisemblablement à la forte concurrence des autres moyens de financement, notamment le crédit bancaire et les Schuldschein proposant des prêts à taux séduisants, tout le monde semble se mettre d'accord sur le fait que le marché de l'Euro PP est promis à un bel avenir. D'autant que, comme le confiait Gérard Soularue au DAFmag en mai 2018, « si la phase de refinancement des premiers EuroPP se profile, le nombre de primo-émetteurs pourrait aller crescendo, notamment le jour où la BCE resserrera sa politique monétaire, car il n'y aura plus de surplus bancaire et les taux d'intérêt remonteront » (p.1).

2. État des lieux du marché de l'Euro PP

Dans cette seconde partie, nous poursuivons l'analyse empirique du marché de l'Euro PP en en dressant un état des lieux aussi complet que possible. Notre étude se base principalement sur l'échantillon fourni en mai 2018 par l'Observatoire des Euro PP de CMS Francis Lefebvre Avocats qui nous a permis de construire une solide base de données. CMS Francis Lefebvre Avocats est l'un des principaux cabinets d'avocats d'affaires français et est intervenu dans de nombreuses opérations de placements privés en tant que conseil de l'émetteur ou de l'arrangeur.

2.1. Méthodologie et données disponibles

L'Observatoire intègre à la fois les Euro PP cotés et non cotés qui ont fait l'objet d'une annonce publique. Ainsi, le cabinet d'affaire a recensé, entre mai 2012 et mai 2018, 275 émissions d'Euro PP dont 178 placements privés cotés et 97 non cotés que nous épluchons tout au long de notre étude.

Étant donné le caractère confidentiel d'un nombre important d'opérations, cette liste n'est pas exhaustive et doit donc être analysée précautionneusement. Le recensement effectué depuis le lancement du marché nous donne malgré tout une vision du marché de l'Euro PP suffisamment représentative que pour en analyser les différents versants.

Sur base de l'échantillon (disponible sur le site de l'Euro PP) et grâce aux informations présentes sur le logiciel financier Bloomberg, nous avons bâti une base de données conséquente qui recense chaque transaction d'Euro PP selon les critères suivants :

- Informations liées à l'émetteur (nom de l'entreprise, nationalité, secteur d'activité, chiffres clés)
- Date d'émission de l'Euro PP
- Caractéristiques de la transaction (montant levé, coupon émis, maturité)
- Place de cotation
- Existence et nombre de covenants financiers
- Existence d'une clause de *make-whole*
- Existence d'une clause de *fall away*

2.1.1. Description de notre base de données

Avant de commencer notre analyse, il s'avère primordial de prendre le temps de décrire et de synthétiser notre base de données qui regroupe 275 émissions au format obligataire et dont la période s'étend de mai 2012 à mai 2018.

L'objectif de cette section est de donner une vue d'ensemble des informations présentes dans notre base de données et d'y apporter quelques éléments d'explication. Le tableau ci-dessous propose dès lors un condensé de l'échantillon et récapitule les chiffres clés des placements privés émis depuis le lancement du marché, semestre par semestre.

Récapitulatif de notre base de données

Période	Montant total émis	Montant moyen émis	Coupon moyen	Maturité moyenne	Nombre de transactions
2012-S2	2.195.000.000 €	104.523.000 €	3,94%	6,43	21
2013-S1	1.641.100.000 €	102.568.750 €	3,79%	6	16
2013-S2	1.143.735.000 €	49.727.609 €	4,54%	5,74	23
2014-S1	930.553.000 €	54.738.412 €	4,24%	6,88	17
2014-S2	1.589.142.000 €	33.811.532 €	4,11%	6,37	47
2015-S1	1.232.333.000 €	68.462.944 €	4,32%	6,29	18
2015-S2	1.209.590.000 €	40.319.667 €	4,14%	6,93	30
2016-S1	867.950.000 €	48.219.444 €	3,74%	6,36	18
2016-S2	1.288.869.000 €	49.571.885 €	3,71%	6,43	26
2017-S1	943.452.000 €	42.884.182 €	2,90%	6,79	22
2017-S2	1.172.400.000 €	50.973.913 €	3,14%	6,85	24
2018-S1	477.675.000 €	39.806.250 €	4,49%	6,25	12
Total	14.941.799.000 €	54.532.113 €	3,93%	6,46	275

Pour le calcul de la maturité moyenne, nous ne prenons pas en compte l'Euro PP émis le 3 mai 2012 par la société Nationale Immobilière pour un montant de 250 millions d'euros dans la mesure où sa maturité de 20 ans contraste grandement avec le reste de l'échantillon (6,46 ans en moyenne).

Étant donné le caractère confidentiel des Euro PP non cotés, certaines caractéristiques comme le coupon ou la maturité n'ont pas fait l'objet d'une annonce publique. Ainsi, 63 des 97 opérations non cotées ne donnent pas d'informations quant au coupon assorti.

La moyenne des montants émis de l'échantillon est de 53,82 millions d'euros alors que la médiane ne s'élève qu'à 30 millions d'euros. Cela s'explique par le fait que de très grosses sommes levées rehaussent considérablement la moyenne des montants émis. On dénombre ainsi 12 émissions supérieures à 200 millions d'euros qui représentent à elles seules le montant considérable de 3,1 milliards d'euros.

En termes de volumes, le montant le plus important de l'échantillon a été levé par la société Terisam le 21 juin 2013 pour un montant de 380 millions d'euros. Terisam, une société d'investissement filiale de la holding Artemis présidée par François-Henri Pinault, a coté son Euro PP sur le Luxembourg Euro MTF pour une maturité de 7 ans avec un coupon de 4,012%.

Concernant le plus petit montant levé, la société VM Matériaux arrive en tête avec une émission de l'ordre de 3,8 millions d'euros levés le 27 décembre 2013 pour une maturité de 6 ans avec un coupon de 6,00%.

Certaines entreprises sont désormais habituées à utiliser les Euro PP pour se financer. C'est le cas notamment de Akuo Energy, premier producteur indépendant français d'énergie renouvelable, qui a émis 5 placements privés depuis le lancement du marché.

Récapitulatif des données par taille d'entreprise

	Montant total émis	Montant moyen émis	Coupon moyen	Maturité moyenne	Nombre de transactions
Grandes Entreprises	1.315.000.000 €	101.153.846 €	2,62%	5,96	13
ETI	4.872.406.000 €	59.419.585 €	3,58%	7,03	83
PME	6.976.761.000 €	65.818.500 €	3,83%	6,64	106
Microentreprises	1.253.552.000 €	25.071.040 €	4,48%	6,01	50
Nanoentreprises	59.475.000 €	7.434.375 €	5,58%	5,50	8
Non Disponible	464.605.000 €	30.973.667 €	5,18%	5,60	15
Total	14.941.799.000 €	54.532.113 €	3,93%	6,46	275

Le tableau ci-dessus résume quant à lui les données contenues dans l'échantillon en fonction de la taille des entreprises. Pour déterminer la taille des entreprises émettrices, nous avons utilisé comme critère principal la capitalisation boursière pour les entreprises cotées lors de la date d'émission du placement privé. De ce fait, les entreprises ont été réparties selon la classification suivante :

- Grandes entreprises : capitalisation boursière supérieure ou égale à 10 milliards d'euros
- ETI : capitalisation boursière comprise entre 2 et 10 milliards d'euros
- PME : capitalisation boursière comprise entre 300 millions et 2 milliards d'euros
- Microentreprises : capitalisation boursière comprise entre 50 et 300 millions d'euros
- Nanoentreprises : capitalisation boursière inférieure à 50 millions d'euros

Pour le reste des entreprises, non cotées en bourse, le nombre d'employés ainsi que le chiffre d'affaire annuel ont permis de déterminer leur taille. La taille de bilan a aidé à départager les entreprises à cheval entre deux tailles différentes. Ainsi, les entreprises non cotées ont été réparties selon la classification suivante :

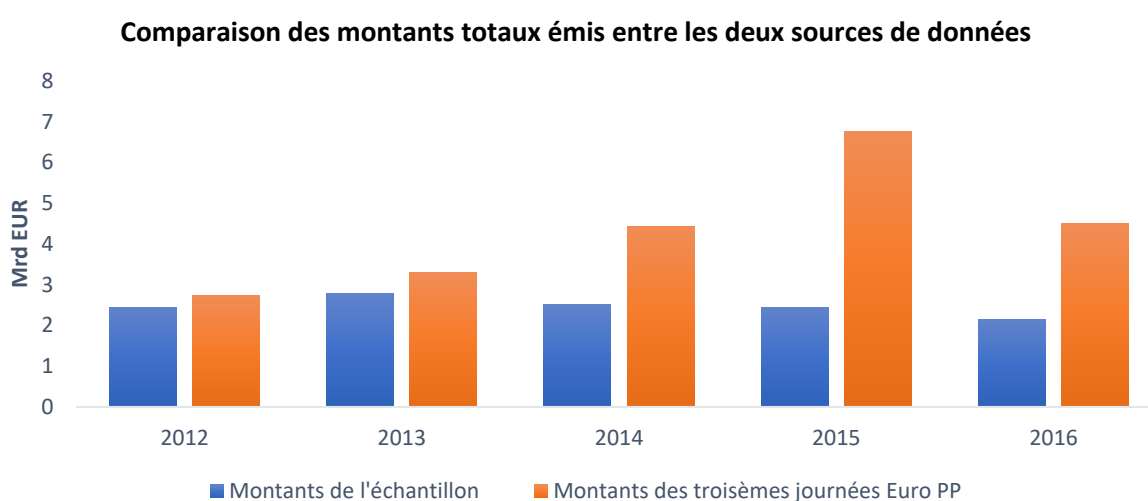
- Grandes entreprises : plus de 5000 employés
- ETI : entre 250 et 4999 employés avec un chiffre d'affaire inférieur à 1,5 milliard d'euros (taille de bilan inférieure à 2 milliards d'euros)
- PME : entre 10 et 249 employés avec un chiffre d'affaire inférieur à 50 millions d'euros (taille de bilan inférieure à 43 millions d'euros)
- Microentreprises : entre 0 et 10 employés avec un chiffre d'affaire inférieur à 2 millions d'euros

2.1.2. Représentativité de l'échantillon

Notre base de données se concentre uniquement sur les Euro PP au format obligatoire étant donné que les informations concernant les Euro PP sous forme de prêt sont confidentielles. De ce fait, notre liste n'est pas exhaustive.

Cependant, afin de démontrer la représentativité de notre échantillon, nous comparons via les quelques graphiques qui suivent les chiffres clés de notre base de données avec les données recueillies lors de l'édition 2017 des rencontres EURO PP.

Le graphique ci-dessous compare donc les montants totaux émis extraits des deux sources de données (notre échantillon et les données recueillies lors de l'édition 2017 des rencontres EURO PP). Si notre base de données suit la tendance générale des données présentées lors des troisièmes journées de l'AFTE pour 2012 et 2013, ce n'est plus le cas pour les années qui suivent.



Source : Observatoire des Euro PP CMS BFL & Les troisièmes rencontres de l'Euro PP (14 et 15 novembre 2017)

L'explication est donnée d'une part par Stéphanie Collet et Caroline Peny qui ont observé que le nombre d'Euro PP au format « prêt bancaire » a considérablement augmenté en 2014 et 2015 par rapport au format obligataire qui représentait la majeure partie des Euro PP lors des débuts du marché.

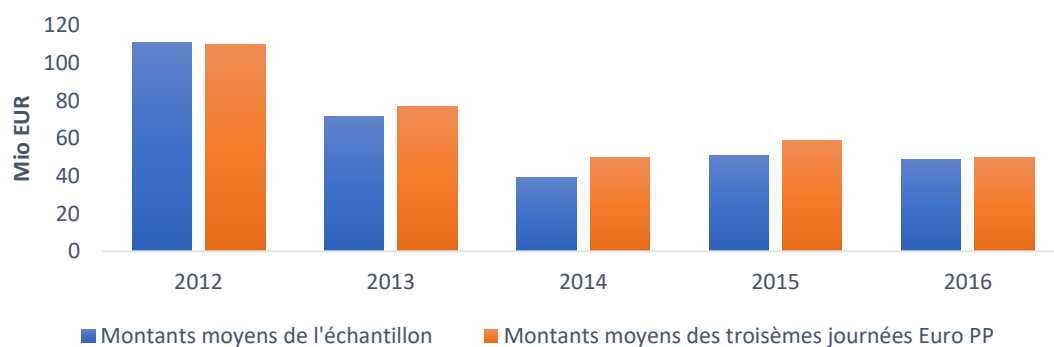
D'autre part, notre échantillon tient compte uniquement des Euro PP cotés et des Euro PP non cotés qui ont fait l'objet d'une annonce publique. Les montants des Euro PP non cotés n'ayant pas fait l'objet d'une annonce publique étant confidentiels, il n'était pas possible de les intégrer dans l'échantillon.

Le *gap* entre les deux sources de données est donc expliqué par le fait que notre base de données ne tient ni compte des Euro PP au format prêt ni des Euro PP non cotés n'ayant pas fait l'objet

d'une annonce publique faute d'informations disponibles au vu de la nature hermétique de ces différents types de transactions.

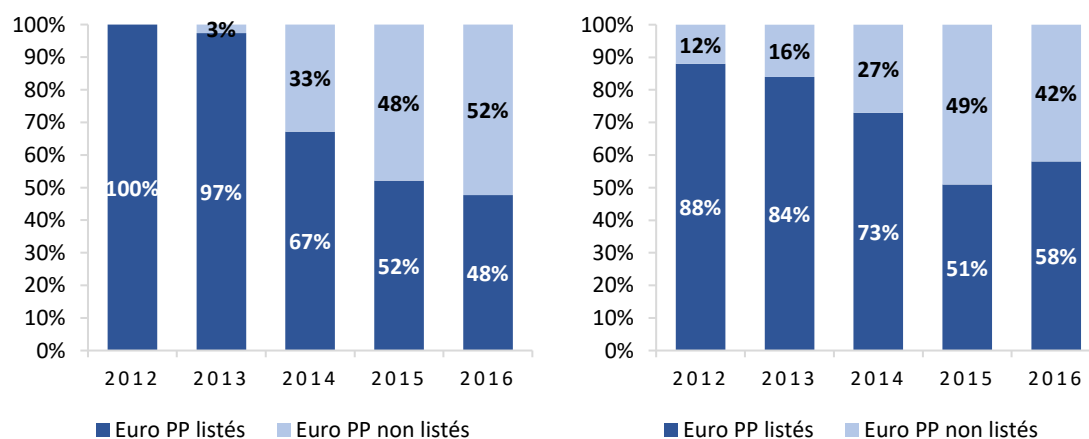
Cependant, comme le montrent les graphiques suivants comparant d'abord les montants moyens levés par Euro PP et ensuite le pourcentage d'opérations listées par rapport aux opérations non listées entre les deux sources de données, nous constatons que notre base de données, représente une bonne source indicative des tendances générales du marché de l'Euro PP. C'est pourquoi la suite de notre analyse se base sur cet échantillon intégrant à la fois les Euro PP cotés et les Euro PP non cotés qui ont fait l'objet d'une annonce publique entre mai 2012 et mai 2018.

Comparaison des montants moyens par Euro PP



Source : Observatoire des Euro PP CMS BFL & Les troisièmes rencontres de l'Euro PP (14 et 15 novembre 2017)

Comparaison de la part des opérations listées par rapport aux opérations non listées



Source : Observatoire des Euro PP CMS BFL & Les troisièmes rencontres de l'Euro PP (14 et 15 novembre 2017)

2.2. Analyse de la base de données

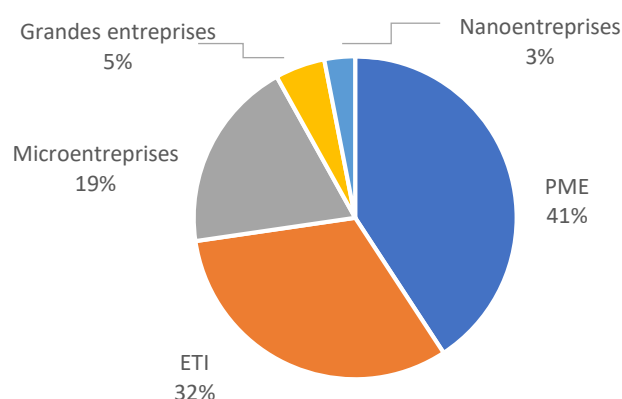
La suite de notre analyse s'appuie sur notre base de données décrite ci-dessus. Nous avons créé l'ensemble des figures qui suivent sur base de notre échantillon de données.

2.2.1. Profil des émetteurs

Nous observons à la suite de l'analyse de notre échantillon et en fonction des données disponibles que les petites et moyennes entreprises arrivent en première place au niveau du nombre d'émissions émises avec 41%. Les entreprises de taille intermédiaire suivent avec 32% devant les microentreprises avec 19% de transactions passées. 92% des émissions d'Euro PP sont donc souscrites par ce type d'entreprises. Les grandes entreprises ainsi que les nanoentreprises ne représentent que 8% des transactions de notre échantillon.

Ce bilan vient confirmer que le marché de l'Euro PP est bel et bien destiné aux PME et ETI. On fait face à des entreprises qui, pour la plupart, n'ont jamais eu l'occasion de se financer via les marchés financiers. Les grandes entreprises ne font, sans surprise, que très peu appel à ce type de financement étant donné leur plus grande facilité à se financer sur les marchés organisés via l'émission d'obligations.

Figure 1
Nombre d'émissions par taille d'entreprise

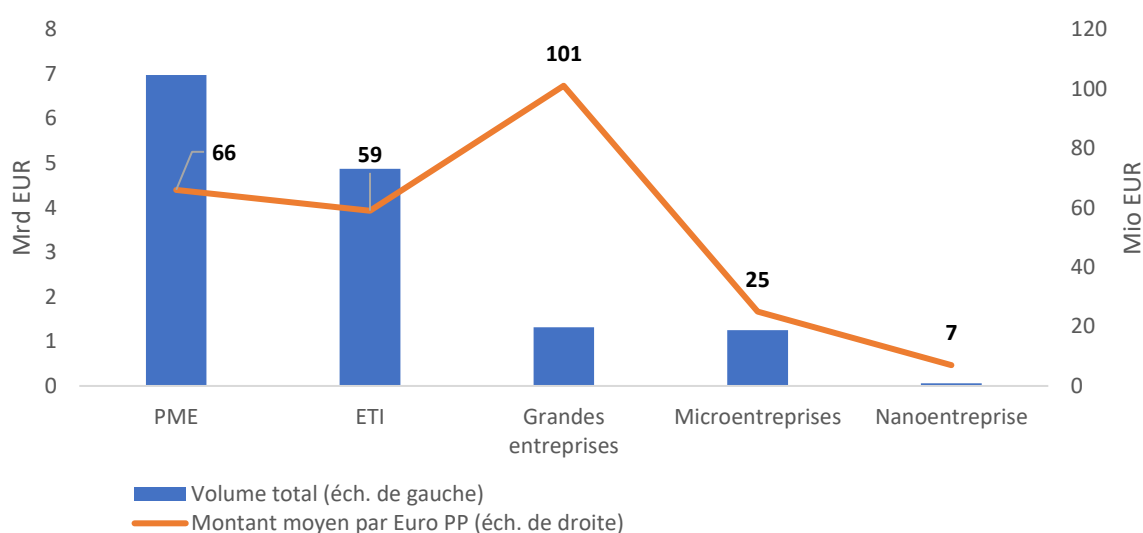


En ce qui concerne le volume d'émissions, le constat est le même que pour le nombre d'émissions émises : les PME et les ETI se détachent du reste du peloton avec 82% du volume

total émis par ces deux catégories d'entreprises. Nous remarquons cependant une différence plus nette entre les ETI/PME et les microentreprises dont le volume total émis est un peu plus faible que celui des grandes entreprises. Cela est dû vraisemblablement aux montants moyens émis qui sont largement inférieurs pour les microentreprises (voir figure 2).

De manière générale, pas de surprises concernant les montants moyens émis par taille d'entreprise. Les grandes entreprises pointent logiquement en tête avec un montant moyen émis par Euro PP de 101 millions d'euros contre 7 millions d'euros en moyenne pour les nanoentreprises qui ferment la marche de ce classement. Les montants moyens des ETI et PME sont très proches les uns des autres avec respectivement 59 et 66 millions d'euros en moyenne par Euro PP.

Figure 2
Volume d'émissions par taille d'entreprise



2.2.1.1. Secteur d'activité

Une recherche sur les différents secteurs d'activité des entreprises ayant émis un Euro PP nous permet de constater que la plupart des émetteurs sont des industries. En effet, 56% des sociétés ayant eu recours à ce type de financement exercent leurs activités dans un secteur industriel tel que le secteur automobile, agroalimentaire, pharmaceutique ou encore énergétique. Les secteurs immobilier et financier sont également bien représentés avec respectivement 17% et 13% du nombre d'émissions d'Euro PP émises. Quelques entreprises du secteur de la santé ou des sociétés de service ont également eu recours aux placements privés pour se financer.

Figure 3
Nombre d'émissions par secteur

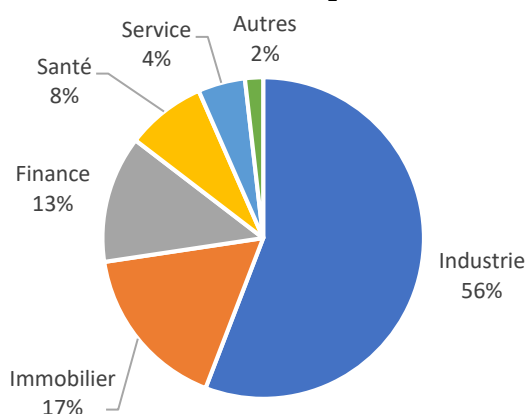
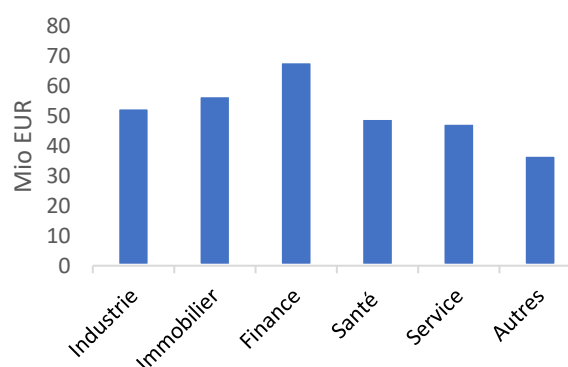


Figure 4
Montants moyens des émissions par secteur



Concernant le volume d'émissions en fonction du secteur d'activité des émetteurs, peu de changements sont à signaler par rapport au graphique représentant le nombre d'émissions par secteur. Le secteur industriel reste en première place avec 54% suivi par le secteur immobilier avec 18% et le secteur financier avec 16%. Ce léger regain en termes de volume d'émissions pour le secteur financier est dû au fait que les montants moyens émis par les entreprises financières (68 millions d'euros) sont supérieurs aux montants moyens des autres secteurs (voir figure 4 ci-dessus).

2.2.2. Analyse des maturités

Parmi les avantages de l'Euro PP, nous pouvons pointer la plus longue maturité de ce type de financement par rapport à un emprunt bancaire classique. Cette maturité plus longue de la dette est très appréciée par les entreprises qui se voient offrir la possibilité de consacrer plus longtemps une majeure partie de leur cash-flow à leur développement et leurs investissements (étant donné leur remboursement in fine).

La figure 5 met en avant l'évolution de la durée de la maturité moyenne depuis le lancement du marché. Ainsi, en 2012 la maturité moyenne était de 6,43 ans alors qu'en 2017, celle-ci s'est accrue pour atteindre environ 7 ans de moyenne. Nous remarquons donc une certaine croissance en ce qui concerne la maturité moyenne des Euro PP. Cette tendance évolutive semble s'estomper malgré tout au vu des premiers Euro PP émis en 2018. Rappelons que nous n'avons

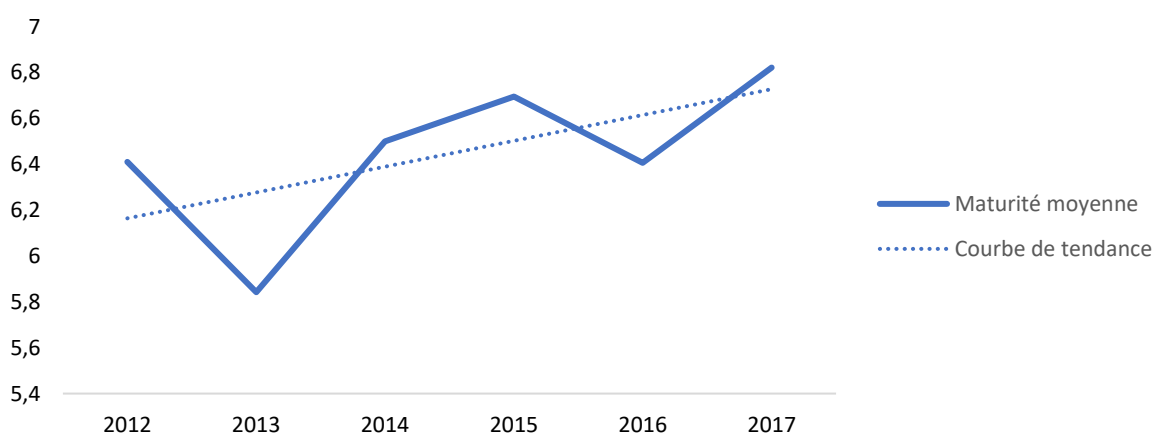
pas pris en compte l'Euro PP émis le 3 mai 2012 par la société Nationale Immobilière pour un montant de 250 millions d'euros dans la mesure où sa maturité de 20 ans contraste grandement avec le reste de l'échantillon.

Nous expliquons l'évolution de la durée de la maturité par deux éléments :

D'une part, cela profite aux émetteurs qui sont friands de cette maturité plus longue de la dette par rapport à un emprunt bancaire classique. L'Euro PP présente actuellement une maturité moyenne de 7 ans contre 5 ans pour le crédit bancaire.

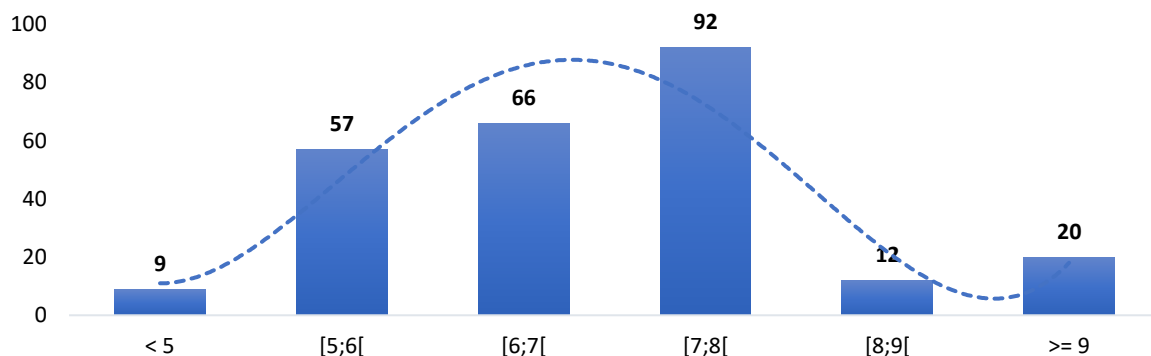
D'autre part, les placements à long terme sont mieux adaptés aux passifs des compagnies d'assurance qui sont particulièrement longs. Les Euro PP présentent donc une opportunité d'investissement à long terme très attractive pour les assureurs qui voient la croissance de la maturité d'un bon œil étant donné leur stratégie de conserver leurs investissements jusqu'à leur terme. Une maturité plus grande est donc profitable aussi bien pour les émetteurs que pour les investisseurs ce qui explique sa croissance.

Figure 5
Évolution de la maturité moyenne depuis le lancement du marché



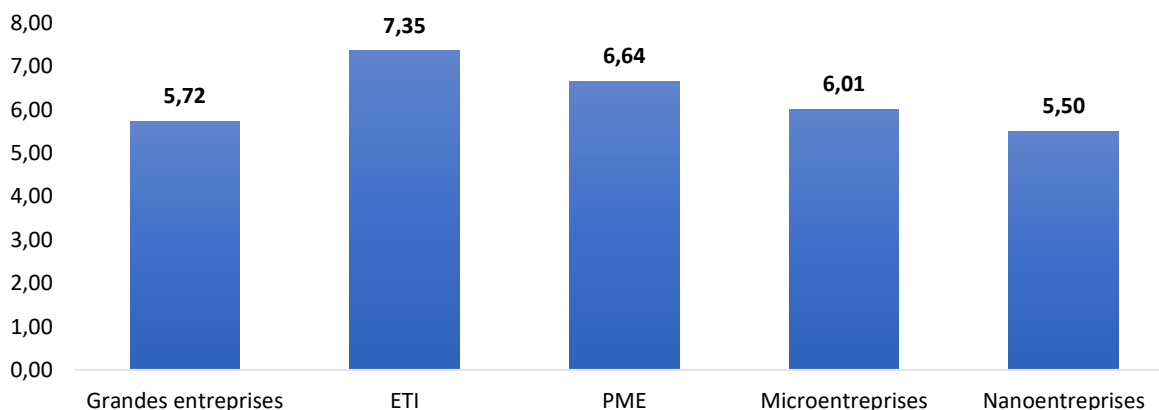
Comme nous pouvons l'observer grâce à la distribution suivante, la majeure partie (84%) des Euro PP sont émis pour une durée comprise entre 5 et 8 ans (non inclus) avec un pic constaté (36%) pour les durées de 7 à 8 ans (non inclus). Notons également que 8% des transactions ont une maturité de plus 9 ans inclus tandis que les maturités de moins de 5 ans (non inclus) se font extrêmement rares. La maturité moyenne sur l'ensemble de la période s'élève à 6,5 années.

Figure 6
Nombre de transactions par maturité



Il est intéressant de noter via la figure 7 que les entreprises de taille intermédiaire émettent des Euro PP avec une maturité moyenne plus longue que pour n'importe quel autre type de société (7,35 ans de moyenne). Suivent ensuite les PME avec 6,64 ans de moyenne et les microentreprises avec 6 ans de moyenne. Les grandes entreprises et les nanoentreprises, qui ne représentent que 7% des sociétés de notre échantillon, se financent via des Euro PP qui ne dépassent pas les 6 années de maturité en moyenne. Il est ainsi logique de constater que les Euro PP assortis des plus grandes maturités, c'est-à-dire plus de 9 ans inclus, sont tous octroyés à des ETI ou des PME.

Figure 7
Maturité moyenne par taille d'entreprise



Le placement privé assorti de la plus grande maturité observée jusqu'à présent est de 20 ans et a été émis en 2012 par la Société Nationale Immobilière. La plus petite maturité quant à elle nous vient de la société Akuo Participations qui a émis un placement privé en 2014 d'un montant de 17,5 millions d'euros pour une maturité de seulement 2 ans.

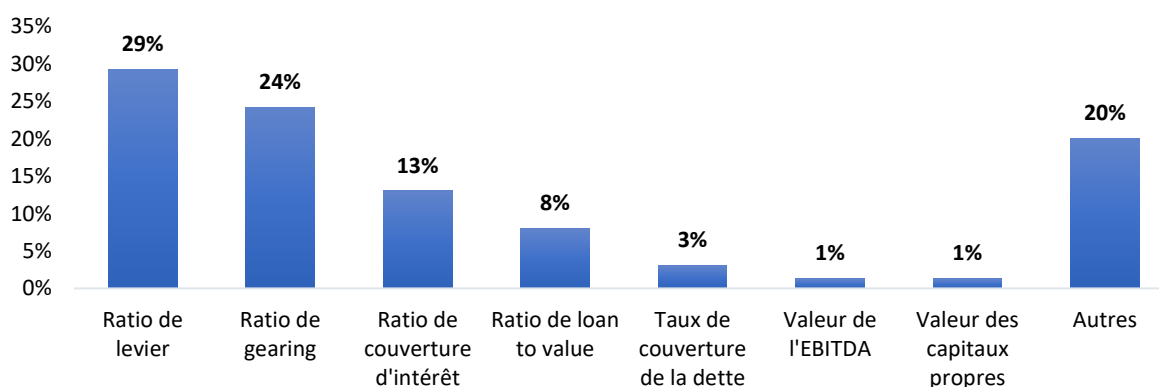
2.2.3. Analyse des clauses contractuelles

En règle générale, des clauses spécifiques destinées à la protection des investisseurs sont incluses dans les contrats afin de compenser l'absence de notation financière des Euro PP. Parmi celles-ci, nous retrouvons entre autres des clauses de *negative pledge* (traitement *pari passu* avec les créanciers bancaires), des clauses de changement de contrôle ou encore l'engagement par la société émettrice de respecter un certain nombre de ratios financiers.

L'analyse de l'échantillon fourni par le bureau Francis Lefebvre Avocats nous a permis de constater que sur les 131 transactions dont les clauses contractuelles ont été rendues publiques, 82% d'entre-elles ont été assorties d'au moins un covenant financier avec, en moyenne parmi celles-ci, deux covenants financiers par émission.

Sur l'ensemble des transactions, nous remarquons que le nombre de covenants financiers augmente de manière inversement proportionnelle avec la taille de l'entreprise. En effet, plus la taille de l'entreprise est petite, plus le nombre de covenants financiers est important. Ainsi, les nanoentreprises intègrent en moyenne 3 clauses financières dans leur contrat, les microentreprises en comptent 2,23 de moyenne contre 0,75 pour les grandes entreprises. Pour les PME et ETI, on en dénombre respectivement 1,78 et 1,73 de moyenne par émission d'Euro PP.

Figure 8
Les covenants financiers les plus courants



La figure 8 met en avant les covenants financiers les plus souvent utilisés lors des opérations Euro PP. En première place vient se positionner le ratio de levier utilisé près d'une fois sur 3 suivi par le ratio de *gearing* présent dans 24% des contrats. Le ratio de levier est un excellent indicateur pour évaluer la solidité financière d'une entreprise en mesurant l'importance des dettes par rapport aux fonds propres. Le ratio de *gearing* quant à lui permet de mesurer l'endettement d'une entreprise. C'est un indicateur couramment utilisé qui permet de représenter la part de dettes utilisées afin de financer l'activité de la société.

La charte Euro PP rappelle que « ces ratios doivent être rédigés à la lumière de ceux utilisés dans la documentation de crédit bancaire. Il convient de veiller à leur apporter une définition claire afin d'éviter des différences selon la documentation utilisée » (Groupe de Place Euro PP, 2014, p.28).

En parallèle des protections accordées aux investisseurs, il existe des clauses de *fall-away* qui prévoient la suppression de certaines protections essentiellement si la qualité de crédit de l'émetteur s'améliore.

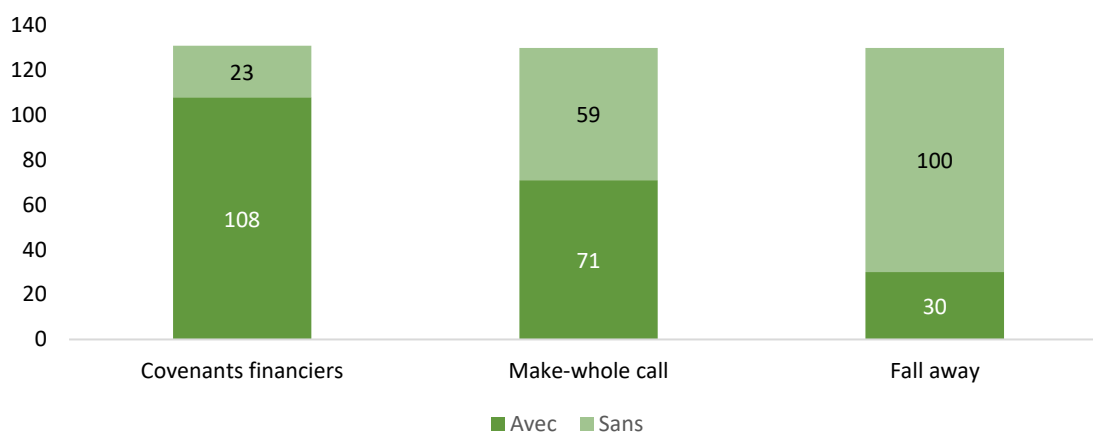
Enfin, le contrat peut aussi contenir une clause de *make-whole* qui permet à l'emprunteur de pouvoir rembourser ses obligations par anticipation le cas échéant. La condition préalable est « de verser aux investisseurs un « *make-whole amount* » correspondant au montant du principal et des intérêts restant dus jusqu'à l'échéance, actualisé sur la base d'un taux de référence à définir (OAT, CMS) augmenté d'une marge » (Comité Euro PP, p.48, 2017).

L'analyse de l'échantillon fourni par le bureau Francis Lefebvre Avocats nous a permis de constater que 89% des *deals* sont assortis d'au moins une clause contractuelle telle qu'une clause de *fall-away*, une clause de *make-whole* ou une clause financière particulière. Nous remarquons que très peu de *deals* sont assortis d'une clause de *fall-away*. Seulement 23% des transactions prévoient ce type de clause. Notre échantillon nous apprend que seules les PME et ETI font appel aux clauses de *fall-away*. Nous remarquons également que le nombre de clauses de *fall-away* a tendance à diminuer avec le temps puisque depuis 2016, une seule opération s'est vue assortie d'une telle clause.

Notre hypothèse concernant la faible part des émissions assorties d'une clause de *fall-away* est que la qualité de crédit des entreprises qui font appels à ce type de financement est déjà très élevée. En effet, selon Rémy Estrain et Cédric Tanvet qui ont étudié les caractéristiques financières des émetteurs d'Euro PP en 2016, « il semble que compte tenu de la relative jeunesse des Euro PP, les gérants soient particulièrement sélectifs et prudents dans leur choix

d'investissement ». Ainsi, aucun cas de défaillance n'est survenu depuis le lancement du marché en 2012. Les clauses de fall-away, négociées au bénéfice des émetteurs en cas d'une notation *investment grade*, ne trouvent pas beaucoup d'intérêt dans le chef des entreprises très solides financièrement parlant. Le manque d'attractivité de la part des émetteurs pour ce type de clause explique sa faible utilisation.

Figure 9
Nombre de transactions assorties de clauses contractuelles



2.2.4. Place de cotation

Figure 10
Part des Euro PP cotés

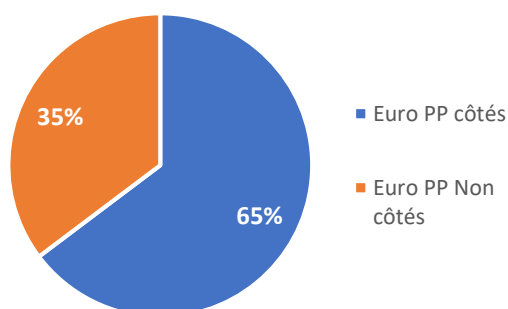
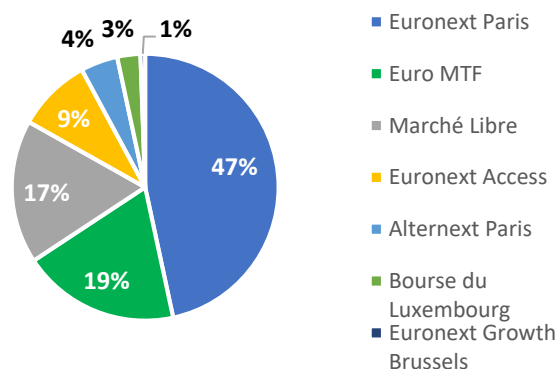


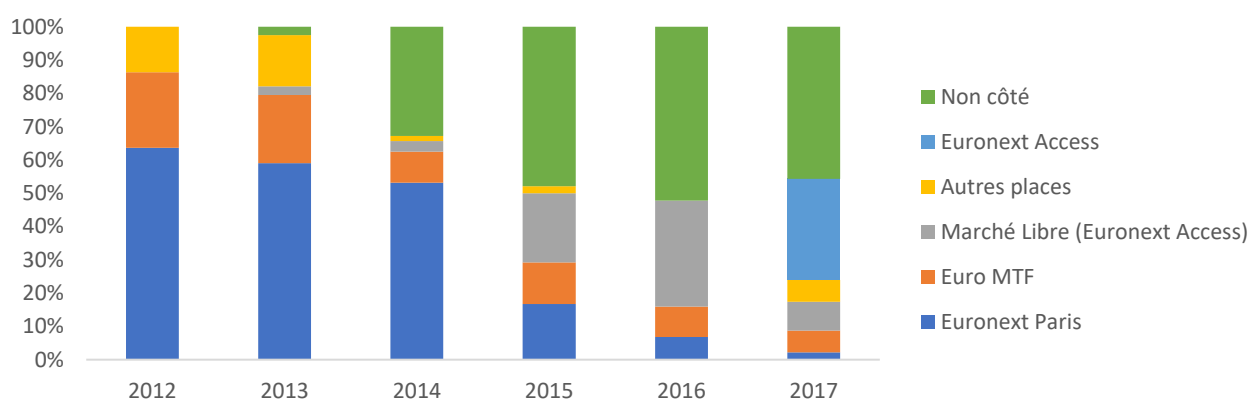
Figure 11
Les places de cotation les plus répandues



Depuis le lancement du marché en 2012, 65% des Euro PP ont été cotés sur un marché financier. Comme observé précédemment, la part des Euro PP non cotés s'est grandement étendue avec le temps grâce à l'entrée en vigueur en août 2013 du décret n° 2013-717 permettant aux assurances de souscrire directement des obligations non cotées émises par des sociétés commerciales. Parmi les Euro PP cotés, la place de cotation Euronext Paris arrive largement en tête avec 47% des transactions suivie par l'Euro MTF (Bourse du Luxembourg) avec 19% et le Marché libre avec 17%.

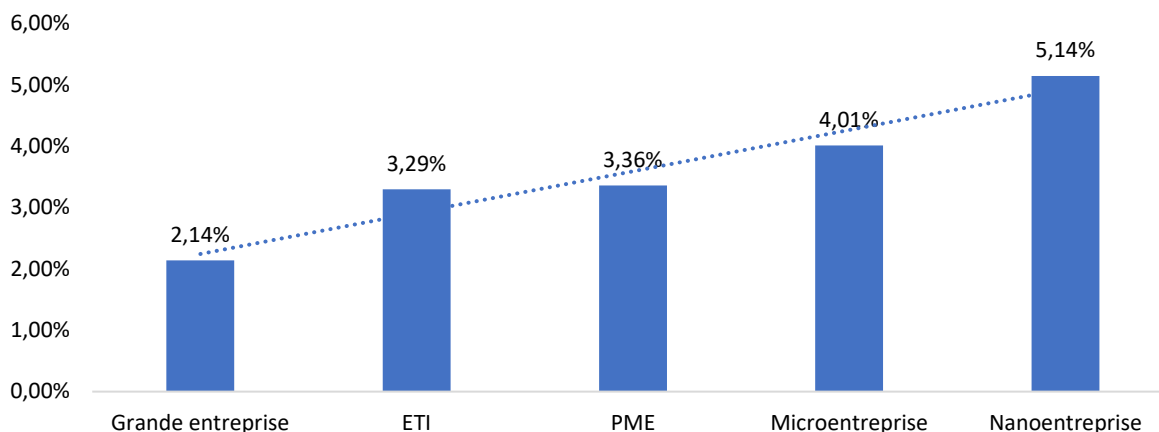
La figure 12 montre l'évolution dans le choix de la place de cotation au fil du temps. Si l'Euronext Paris, première bourse paneuropéenne, était largement préférée lors des trois premières années d'existence du marché, nous remarquons un changement à partir de 2015 dans la sélection de la place de cotation. En effet, d'autres places se sont peu à peu imposées à l'image du Marché libre, devenu Euronext Access le 19 juin 2017, qui est un marché boursier français régulé mais non réglementé qui « été mis en place pour permettre aux petites et moyennes entreprises d'intégrer un marché financier adapté afin de financer leur développement et de bénéficier de la notoriété de la cotation, sans pour autant répondre aux critères d'admission qu'exigent les marchés réglementés d'Euronext » (Euronext, 2017).

Figure 12
Évolution dans le choix des places de cotation au fil du temps



2.2.5. Analyse de la prime de risque

Figure 13
Prime de risque moyenne par taille d'entreprise

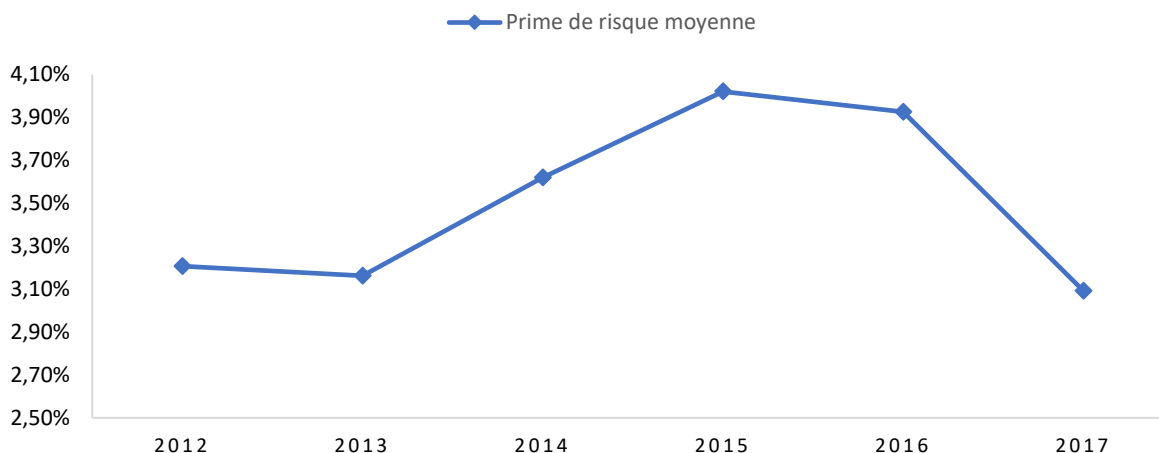


Le graphique ci-dessus montre le lien évident entre la taille de l'entreprise émettrice et la prime de risque assortie à l'émission. La prime de risque est calculée en soustrayant au coupon le taux sans risque au jour de l'émission. Nous avons pris comme référence les Obligations Assimilables du Trésor en France à 5 ans (OAT).

Ainsi, nous remarquons un lien de corrélation incontestable entre la taille de l'entreprise et la prime de risque moyenne par Euro PP. Plus l'entreprise est de taille importante, plus la prime de risque apparentée est petite. Ce constat est expliqué par le fait que les entreprises de plus grandes tailles présentent une meilleure qualité de crédit et possèdent donc plus de garanties de remboursement pour les investisseurs. Les grandes entreprises bénéficient ainsi de la prime de risque moyenne de la plus petite taille avec 2,14% contre 5,14% pour les nanoentreprises qui ferment la marche du classement. Du côté des ETI et des PME, les primes de risque moyennes sont respectivement de 3,29% et 3,36%.

Concernant l'évolution de la prime de risque moyenne au fil du temps, nous constatons une croissance à partir de 2014 jusque 2016 après 2 années de stabilité autour de 3,2%. La prime de risque a ainsi atteint un pic en 2015 à hauteur de 4,02%. Nous notons ensuite une baisse significative en 2017 avec une prime de risque moyenne de 3,07%. Difficile cependant d'en tirer une quelconque conclusion. Sur l'ensemble de la période, la prime de risque moyenne s'élève à 3,53%.

Figure 14
Évolution de la prime de risque au fil du temps



2.3. Conclusion

Afin d’analyser le marché de l’Euro PP de façon plus détaillée, nous nous sommes appuyés sur les données recueillies en mai 2018 par l’observatoire des Euro PP de CMS Francis Lefebvre Avocats. Ce recensement, mis à jour régulièrement, intégrant à la fois les Euro PP cotés et les Euro PP non cotés qui ont fait l’objet d’une annonce publique, nous a permis de construire une base de données conséquente tout à fait représentative et adéquate pour éprouver les grandes tendances du marché.

Ainsi donc, nous avons observé que les petites et moyennes entreprises dominent le marché aussi bien au vu du nombre d’émissions d’Euro PP qu’en termes de volume d’émission. De ce fait, les PME émettent 41% du nombre des placements privés pour une maturité moyenne d’un peu moins de 7 ans, des montants moyens de 66 millions d’euros et un coupon habituellement légèrement inférieur à 4%. Les entreprises de taille intermédiaire sont également bien représentées en émettant 32% du nombre total des placements privés pour une maturité moyenne de 7,35 ans, des montants moyens similaires aux PME (59 millions d’euros) et un coupon moyen de 3,26%.

D’autre part, nous avons observé que la taille de l’entreprise joue un rôle primordial dans la négociation du coupon (et de la prime de risque), le montant levé ou encore le nombre de

covenants financiers. En effet, au plus l'entreprise est de taille importante, au plus faible est la prime de risque, au plus grand est le montant levé et au plus réduit est le nombre de covenants financiers. Ainsi, les grandes entreprises émettent des montants moyens de l'ordre de 108 millions d'euros pour une prime de risque moyenne de 2,14% avec 0,75 covenant financier assorti au deal. A l'extrémité, on retrouve les nanoentreprises qui émettent des montants moyens largement inférieurs, 7 millions d'euros en moyenne, pour une prime de risque moyenne de 5,14% avec 3 clauses financières de moyenne incluses dans le contrat.

III. Conclusion

Au lendemain de la crise économique de 2008, le monde de la finance se réveille groggy. Notre économie, largement intermédiée, a connu le choc le plus virulent de son histoire. Pour pallier l'inefficience des banques, un ensemble de mesures visant à renforcer la gestion des risques des institutions financières est mis en place. Ces mesures, avec à leur tête Bâle III et Solvabilité II, impactent dès lors négativement la capacité des banques à financer les entreprises redessinant ainsi les règles de financement de notre économie. Le durcissement des conditions d'octroi de crédits couplé à l'environnement de taux extrêmement bas de l'époque rend alors possible l'éclosion de nouvelles formes de financement désintermédiées répondant aux attentes et aux besoins des entreprises et des investisseurs.

Cette conjoncture économique particulière qui a suivi la crise financière de 2007-2008 a donc permis le développement en 2012 du marché de l'Euro Private Placement, une solution de financement alternative négociée directement entre les investisseurs et les émetteurs, en ne passant plus par le bilan des banques pour se financer.

Le marché se développe sous l'impulsion de l'ensemble des intervenants et acteurs de la Place financière de Paris dont l'objectif est de contribuer activement au financement des PME et ETI. Ainsi, les travaux du Comité de pilotage Euro PP débutent fin 2012 et débouchent sur plusieurs publications dont la charte Euro PP en février 2014 regroupant des bonnes pratiques et des recommandations utiles à destination de tous les acteurs du marché. Des contrats-types de prêts et d'émissions obligataires voient également le jour en janvier 2015. Cette standardisation des procédures a permis de créer un marché actif et dynamique, satisfaisant les besoins des PME et ETI et permettant de rassurer les émetteurs et investisseurs peu habitués à ce nouveau type de financement. La documentation standardisée, non-contraignante, a également permis de réduire le prix et la complexité de l'Euro PP.

Le financement par Euro PP présente de multiples avantages pour l'ensemble des parties prenantes. Ainsi, il permet aux entreprises émettrices, dans un contexte de durcissement d'octroi de crédits, de se détourner de la forte dépendance aux banques et de diversifier leurs sources de financement à des coûts intéressants. Ces placements privés sont particulièrement attrayants pour les PME et ETI qui, jusque-là, n'avaient pas accès au marché obligataire public faute de montants à émettre suffisamment élevés.

Pour les investisseurs institutionnels, ce nouveau type de dettes offre une performance financière avantageuse sur des sociétés non notées pour un profil de risque sécurisé concordant dorénavant avec leurs exigences prudentielles et réglementaires. L'Euro PP répond donc à la demande des investisseurs institutionnels à la recherche de rendements significatifs mais aussi de diversification des risques dans le secteur de la dette d'entreprise.

Les arrangeurs, qui sont en général des banques, trouvent également leur place sur ce marché en pleine restructuration. En effet, la diversification des sources de financement de leurs clients vient alléger la taille de leur bilan et s'inscrit bien dans les nouvelles contraintes réglementaires qui leur sont imposées.

Depuis son émergence, ce type de financement a permis de lever plus de 25 milliard d'euros, en particulier au profit d'entreprises de type ETI ou PME. En effet, nous avons observé que les petites et moyennes entreprises dominent le marché aussi bien au vu du nombre d'émissions d'Euro PP qu'en termes de volume d'émission. De ce fait, les PME émettent 41% du nombre des placements privés pour une maturité moyenne d'un peu moins de 7 ans, des montants moyens de 66 millions d'euros et un coupon habituellement légèrement inférieur à 4%. Les entreprises de taille intermédiaire sont également bien représentées en émettant 32% du nombre total des placements privés pour une maturité moyenne de 7,35 ans, des montants moyens similaires aux PME (59 millions d'euros) et un coupon moyen de 3,26%.

D'autre part, nous avons observé que la taille de l'entreprise joue un rôle primordial dans la négociation du coupon (et donc de la prime de risque), le montant levé ou encore le nombre de covenants financiers. En effet, au plus l'entreprise est de taille importante, au plus faible est la prime de risque, au plus grand est le montant levé et au plus réduit est le nombre de covenants financiers. Ainsi, les grandes entreprises émettent des montants moyens de l'ordre de 101 millions d'euros pour une prime de risque moyen de 2,14% avec 0,75 covenant financier assorti au deal. A l'extrémité, on retrouve les nanoentreprises qui émettent des montants moyens largement inférieurs, 7 millions d'euros en moyenne, pour une prime de risque moyenne de 5,14% avec 3 clauses financières de moyenne incluses dans le contrat.

Aujourd'hui, tous les observateurs s'accordent à dire que le marché de l'Euro PP est promis à un bel avenir. Malgré une légère baisse en 2016 due vraisemblablement à la forte concurrence des autres moyens de financement, notamment le crédit bancaire et les Schuldschein proposant des prêts à taux séduisants, l'Euro PP séduit de plus en plus d'entreprises et investisseurs internationaux. Une interrogation subsiste malgré tout concernant la question de l'offre. Malgré

le nombre d'investisseurs toujours plus conséquent, leur offre de financement parviendra-t-elle à répondre aux besoins de financement alternatif d'un nombre croissant d'entreprises dans le futur ? Cette question reste, dans l'état actuel des choses, sans réponse.

IV. Références

- Amundi. (2016). *Cross asset investment strategy*. En ligne, <http://research-center.amundi.com/page/Publications/Cross-Asset/2016/Cross-Asset-Investment-Strategy-December-20162>

- Association française des Marchés Financiers. (2016). *Code AMAFI de bonnes pratiques des arrangeurs d'opérations d'Euro PP*. En ligne, http://www.euro-privateplacement.com/Code_AMAFI_de_Bonnes_Pratiques_des_Arrangeurs_d_Operations_d_Euro_PP.pdf

- Althea Groupe. (2013). *Althea TV spécial AFTE - Les Euro PP* [Podcast]. France: AFTE. Retrieved from, https://www.youtube.com/watch?v=byvnaQt_dV4&t=303s

- Association Française des Trésoriers d'Entreprise. (2015). *Premières rencontres Euro PP*. En ligne, <http://www.euro-privateplacement.com/presentations-euro-pp-diffusion.pdf>

- Association Française des Trésoriers d'Entreprise. (2016). *Deuxièmes rencontres Euro PP*. En ligne, http://www.euro-privateplacement.com/Rencontres_Euro_PP_2016_slides.pdf

- Association Française des Trésoriers d'Entreprise. (2017). *Troisièmes rencontres Euro PP*. En ligne, http://www.euro-privateplacement.com/Rencontres_Euro_PP_2017-Pleniere-L_Euro_PP_un_atout_pour_le_financement_de_votre_entreprise.pdf

- Banque de France. (2016). Les Euro PP ou placements privés. *Référentiel des financements des entreprises*. Chapitre 3 : Les financements de marché et alternatifs. Fiche 333. En ligne, https://entreprises.banque-france.fr/sites/default/files/bdf_reffin_chap3_333.pdf

- Berger, K., & Lefebvre, D. (2013). *Dynamiser l'épargne financière des ménages pour financer l'investissement et la compétitivité*. En ligne, <https://www.tresor.economie.gouv.fr/Ressources/File/383682>

- BNP Paribas Fortis. (2016). *Schuldschein. Un produit financier d'exportation allemande*. En ligne, <https://entreprises.bnpparibasfortis.be/fr/article?n=schuldschein--un-produit-financier-d-exportation-allemande>

- Boutillier, M., & Bricongne, J-C. (2011). *Désintermédiation ou diversification financière ? Le cas des pays développés*. Revue d'économie politique 2011/4 (Vol. 121), p. 547-582. DOI 10.3917/redp.214.0547

- Centre des Professions Financières. (2015). *Les cahiers du centre – Numéro 26*. En ligne, <https://www.professionsfinancieres.com/system/tdf/Cahiers%20du%20Centre%20n%C2%B026%20VF.pdf?file=1&type=node&id=241>

- CMS Francis Lefebvre Avocats. (2018). *Observatoire des Euro PP de CMS Francis Lefebvre Avocats*. En ligne, <https://cms.law/fr/FRA/Publication/Observatoire-EuroPP>

- Collet, S., & Peny, C. (2016). *Le marché Euro PP : Une nouvelle source de financement dans un contexte de désintermédiation*. Revue d'économie financière 2016/3 (n° 123), p. 209-234. DOI 10.3917/ecofi.123.0209

- Comité de Pilotage Euro PP. (2014). *Bienvenue sur le site de l'Euro PP*. En ligne, http://www.euro-privateplacement.com/index_fr.htm

- Comite Euro PP. (2017). *Analyse financière et gestion des risques pour les Euro PP - Recueil de meilleures pratiques*. En ligne, http://www.euro-privateplacement.com/Analyse_des_risques-Euro_PP.pdf

- Commission Européenne. (2015). *Un plan d'action pour la mise en place d'une union des marchés des capitaux*. En ligne, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0468&from=EN>
- Creditreform Economic Research Unit. (2008-2009). *Insolvencies in Europe*. En ligne, <https://www.yumpu.com/en/document/view/12990705/insolvencies-in-europe-2008-09-creditreform>
- Ernst & Young LLP. (2016). *EY Private Placement Market Investor Survey*. En ligne, [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-private-placement-market-survey-2016/\\$FILE/ey-private-placement-market-survey-2016.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-private-placement-market-survey-2016/$FILE/ey-private-placement-market-survey-2016.pdf)
- Euronext. (2018). *Euronext Access®*. En ligne, <https://www.euronext.com/fr/listings/euronext-access>
- Groupe Crédit Agricole. (2018). *Foncière INEA émet un placement privé (Euro PP) « Green » de 100 millions d'euros arrangé par LCL pour financer sa croissance*. En ligne, <https://presse.credit-agricole.com/actualites/fonciere-inea-emet-un-placement-prive-euro-pp-green-de-100-millions-d-euros-arrange-par-lcl-pour-financer-sa-croissance-b1f0-9ed05.html>
- Groupe de Place Euro PP. (2014). *Charte relative aux « Euro Private Placements » ou « Euro PP »*. En ligne, http://www.euro-privateplacement.com/Charte_Euro_PP-Juin_2014-FR.pdf
- Groupe de Place Euro PP. (2016). *Euro PP - Questions fréquentes*. En ligne, http://www.euro-privateplacement.com/EuroPP-FAQ_Mars_2016-fr.pdf
- Groupe de travail FINECO de Paris EUROPLACE. (2013). *Financement des Entreprises et de l'Économie Française : pour un retour vers une croissance durable*. En ligne, http://www.paris-europlace.net/files/Rapport_FINECO_Paris_EUROPLACE.pdf

- Guicheteau, C. (2018). *Un financement alternatif de plus en plus attractif*. Sur le site web de Dafmag, Trésorerie <http://www.daf-mag.fr/Thematique/tresorerie-1239/breves/marche-europp-toujours-promis-bel-avenir-330693.htm#v108xF5JLz7XLx9v.97>
- Ooreka. (2018). *Pari passu*. En ligne, <https://banque.ooreka.fr/astuce/voir/679623/pari-passu>
- Paris EUROPLACE. (2014). *Financement en Dette des PME/ETI Nouvelles Recommandations*. En ligne, http://www.paris-europlace.net/files/Rapport_PEP_PME_100314.pdf
- Sébire, M-E, Ferrère, R., & Fitoussi, Y. (2018). *Observatoire des Euro PP (mai 2018)*. En ligne, <https://cms.law/fr/FRA/Publication/Observatoire-EuroPP>
- Standard & Poor's Financial Services LLC. (2016). *Rapport European Alternative Lending Markets Take An Ever-Bigger Slice Of The Cake*. En ligne, <http://com.agefi.fr/PDF/EuropeanAlternativeLendingMarkets.pdf>
- Tanvet, C, & Estrain, R. (2016). *Les émetteurs d'Euro PP sont-ils plus risqués que les émetteurs d'obligations classiques*. En ligne, <http://www.spreadresearch.com/uploads/pdf/user/RevueInstitutionnelsn44AF2I-ESTRANTANVET-LesmetteursdEuroPPsont-ilsplusrisquesquelesmetteursdobligationsclassiques.pdf>
- The Boston Consulting Group & Linklaters. (2017). *Identifier les obstacles de marché et réglementaires au développement du placement privé de dette dans l'UE*. En ligne, https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/180216-study-private-placements-summary_fr.pdf

V. Annexes

Annexe I : Définitions des organisations ayant endossés la charte Euro PP

Af2i : « L'Association Française des Investisseurs Institutionnels (Af2i) a été créée en 2002 avec pour ambition de fédérer tous les acteurs économiques concernés par les procédures et techniques de gestion institutionnelle quelle que soit leur famille d'appartenance (retraite, prévoyance, mutuelle de santé, assurance, association, fonds de dotation, fondation, entreprise publique ou institution spéciale, entreprise à statut spécifique...). »

<http://www.af2i.org/> consulté le 2 août 2018

AFG : « L'Association Française de la Gestion financière (AFG) représente et défend les intérêts des professionnels de la gestion de portefeuille pour compte de tiers. Créée en 1961, elle réunit tous les acteurs du métier de la gestion d'actifs, qu'elle soit individualisée sous mandat ou collective via les Organismes de placement collectif (OPC). Ses membres sont les sociétés de gestion de portefeuille, entrepreneuriales ou filiales de groupes bancaires ou d'assurance, français et étrangers. Depuis 2009, l'AFG accueille des « membres correspondants » (79 à fin 2017) représentatifs de l'écosystème de la gestion : avocats, cabinets de conseil, SSII, fournisseurs de données, succursales. »

<http://www.afg.asso.fr/lafg/qui-sommes-nous/presentation/> consulté le 2 août 2018

AFTE : « L'Association Française des Trésoriers d'Entreprise est l'association de référence des professionnels de la finance impliqués dans la gestion de la trésorerie, du financement et des risques financiers.

L'association s'est fixée trois missions :

- Favoriser la transformation de nos métiers par l'échange de bonnes pratiques, l'identification des évolutions de notre environnement de travail et la diffusion des innovations utiles.
- Développer l'expertise de nos métiers par la formation, la publication de cahiers techniques et les échanges avec le monde universitaire.
- Promouvoir les intérêts de nos métiers auprès des instances de représentation, de régulation et de contrôle tant nationales qu'européennes. »

<http://www.afte.com/votre-association.php> consulté le 2 août 2018

AMAFI : « L'Association française des marchés financiers (AMAFI) représente les acteurs de marchés financiers en France. L'AMAFI regroupe 142 adhérents au 1er juin 2018, en majorité des entreprises d'investissement, des établissements de crédit, des opérateurs d'infrastructures de marché et de post marché, soit plus de 10 000 professionnels de la bourse et de la finance. »

<http://www.amafi.fr/pages/fr/profil> consulté le 2 août 2018

ASMEP-ETI : « En 2015 ASMEP-ETI change de nom et devient le METI Ce nouveau nom, qui s'accompagne d'une nouvelle identité visuelle, répond à un objectif clair : porter encore

plus fort dans le débat public ses convictions et ses propositions en faveur des Entreprises de Taille Intermédiaire. Il se veut à l'image des ETI en incarnant leur esprit de conquête, leur modernité, leur ouverture et leur vision de long terme.

Fort de cette nouvelle communication, le METI est plus déterminé que jamais à défendre la cause des ETI, ces 4600 entreprises des territoires qui se battent au quotidien pour investir, créer croissance et emplois, et qui représentent, à elles seules, 23% de l'emploi, 27% du chiffre d'affaires et 34% des exportations de notre pays. Il y a en effet urgence, alors que se multiplient les opportunités mais aussi les difficultés du redémarrage économique français, à concrétiser l'ambition d'un « Mittelstand français ». »

<https://www.m-eti.fr/2015/05/12/asmep-eti-change-de-nom-et-devient-le-meti-2/> consulté le 2 août 2018

FBF : « La Fédération française des sociétés d'assurances (FFSA) regroupe 266 entreprises. Elle réunit des sociétés anonymes, des sociétés d'assurance mutuelle et des succursales de sociétés étrangères pratiquant l'assurance et la réassurance. Elle est présidée par Bernard Spitz depuis 2008. »

http://www.assufrance.com/federation_francaise_des_societes_d_assurances.php consulté le 2 août 2018

GEMA : « Créé en 1964, le Groupement des entreprises mutuelles d'assurance est le syndicat professionnel des mutuelles d'assurances sans intermédiaires et de leurs filiales. Le GEMA a vocation à présenter à l'opinion publique une approche mutualiste des questions d'assurance et d'indemnisation, à étudier ainsi qu'à défendre les intérêts généraux de l'assurance à caractère mutuel ».

http://www.assufrance.com/groupement_des_entreprises_mutuelles_d_assurance.php consulté le 2 août 2018

MEDEF : « Le MEDEF (Mouvement des entreprises de France) est le premier réseau d'entrepreneurs de France. Plus de 95% des entreprises adhérentes au MEDEF sont des PME ».

<http://www.medef.com/fr/qui-sommes-nous/vue-d-ensemble> consulté le 2 août 2018

PARISEUROPLACE : « Paris EUROPLACE est l'organisation en charge de promouvoir et développer la Place financière de Paris. Interface privilégiée auprès des pouvoirs publics et des instances européennes, avec lesquels elle entretient un dialogue régulier et constructif, Paris EUROPLACE est force de propositions et organe de mobilisation au service des intérêts collectifs de la Place. »

<https://www.paris-europlace.com/fr/qui-sommes-nous> consulté le 2 août 2018

Annexe II : Les émissions de la base de données

Année	Montant	Coupon	Maturité	Place de cotation	Émetteur
2012	250.000.000 €	Variable	20	Euro MTF	Société Nationale Immobilière
2012	50.000.000 €	4,250%	5	Euronext Paris	Cofitem Cofimur
2012	145.000.000 €	3,830%	7	Euronext Paris	Bonduelle
2012	250.000.000 €	3,875%	6	Euronext Paris	Plastic Omnium
2012	275.000.000 €	3,179%	5	Bourse du Luxembourg	Financière Agache
2012	10.000.000 €	5,400%	6	Euronext Paris	Groupe Gorgé
2012	20.000.000 €	4,200%	6	Euronext Paris	Orpéa
2012	90.000.000 €	5,250%	14	Bourse du Luxembourg	Orpéa
2012	150.000.000 €	3,500%	7	Euronext Paris	Neopost
2012	50.000.000 €	3,700%	6	Euronext Paris	Foncière des 6ème et 7ème
2012	20.000.000 €	2,750%	6	Euronext Paris	Fromageries Bel
2012	140.000.000 €	3,000%	7	Euronext Paris	Fromageries Bel
2012	60.000.000 €	Taux fixe	6	Alternext Paris	Micado France 2018
2012	15.000.000 €	5,000%	6	Euronext Paris	Touax SCA
2012	20.000.000 €	3,990%	6	Euronext Paris	Ubisoft
2012	100.000.000 €	3,650%	5	Euronext Paris	Altarea
2013	20.000.000 €	3,950%	5	Bourse du Luxembourg	Tessi
2013	200.000.000 €	3,749%	5	Euronext Paris	Nexity
2013	100.000.000 €	2,750%	7	Euronext Paris	Groupe Adéo
2013	15.000.000 €	3,750%	5	Euronext Paris	Laurent Perrier
2013	50.000.000 €	3,850%	6	Euronext Paris	Laboratoire français du Fractionnement et des Biotechnologies
2013	100.000.000 €	4,450%	5	Euronext Paris	Akka Technologies
2012	128.500.000 €	3,150%	5	Euro MTF	Lactalis (B.S.A.)
2012	22.000.000 €	3,450%	6	Euro MTF	Lactalis (B.S.A.)
2012	356.500.000 €	3,750%	7	Euro MTF	Lactalis (B.S.A.)
2013	172.800.000 €	3,750%	6	Euro MTF	Lactalis (B.S.A.)
2013	125.000.000 €	3,950%	6	Euronext Paris	Eurosic
2012	100.000.000 €	4,250%	6	Euro MTF	Etablissements J. Soufflet
2013	20.000.000 €	4,250%	5	Euro MTF	Etablissements J. Soufflet
2012	65.000.000 €	4,100%	6	Euronext Paris	Orpéa
2012	128.000.000 €	4,600%	7	Euronext Paris	Orpéa
2013	33.000.000 €	4,600%	6	Euronext Paris	Orpéa
2013	180.000.000 €	4,250%	6	Euronext Paris	Groupe Steria
2013	40.000.000 €	3,038%	5	Euronext Paris	Ubisoft
2013	100.000.000 €	2,200%	10	Euro MTF	Société Nationale Immobilière
2013	380.000.000 €	4,012%	7	Euro MTF	Terisam
2013	30.300.000 €	4,350%	6	Euronext Paris	Foncière INEA
2013	100.000.000 €	3,125%	5	Euronext Paris	Havas
2013	50.000.000 €	4,700%	6	Euronext Paris	GL Events

2013	20.000.000 €	4,150%	6	Euronext Paris	Orpéa
2013	80.000.000 €	4,125%	6	Euronext Paris	Cofitem Cofimur
2013	135.000.000 €	3,750%	6	Euronext Paris	Altran Technologies
2013	95.000.000 €	4,000%	7	Euro MTF	Agrial
2013	50.000.000 €	4,000%	5	Euronext Paris	Vranken Pommery Monopole
2013	67.500.000 €	4,625%	6	Euronext Paris	Korian
2013	44.000.000 €	5,200%	6	Euronext Paris	Groupe Réside Etudes
2013	100.000.000 €	4,400%	7	Euronext Paris	Altrad Investment Authority
2013	48.870.000 €	5,500%	5	Euronext Paris	Argan
2013	16.130.000 €	5,500%	5	Euronext Paris	Argan
2013	5.000.000 €	4,500%	6	Alternext Paris	Jacques Bogart
2013	5.000.000 €	5,250%	6	Alternext Paris	Orapi
2013	4.000.000 €	4,800%	6	Alternext Paris	Microwave
2013	12.500.000 €	5,350%	6	Alternext Paris	Manitou BF
2013	75.000.000 €	3,800%	6	Euronext Paris	Norbert Dentressangle
2013	160.000.000 €	4,000%	7	Euronext Paris	Norbert Dentressangle
2013	20.000.000 €	3,740%	6	Euro MTF	Sodiaal
2013	10.000.000 €	3,440%	5	Euro MTF	Sodiaal
2013	20.000.000 €	3,440%	5	Euro MTF	Sodiaal
2013	3.800.000 €	6,000%	6	Alternext Paris	VM Matériaux
2013	21.935.000 €	7,000%	3	Marché Libre	Akuo Participations
2014	17.553.000 €	7,000%	2	Marché Libre	Akuo Participations
2014	35.000.000 €	4,800%	5	Euro MTF	CA Animation (Lux)
2014	20.000.000 €	3,750%	5	Euro MTF	ID Valeurs
2014	100.000.000 €	3,504%	10	Euronext Paris	Compagnie des Alpes
2014	50.000.000 €	5,290%	12	Euronext Paris	Eramet
2014	50.000.000 €	5,100%	12	Euronext Paris	Eramet
2014	57.000.000 €	5,000%	6	Euro MTF	Ilex Energies
2014	25.000.000 €	3,252%	6	Euronext Paris	Nexity
2014	146.000.000 €	3,522%	7	Euronext Paris	Nexity
2014	80.000.000 €	3,850%	6	Euronext Paris	Albioma
2014	100.000.000 €	3,000%	7	Euronext Paris	Altarea
2014	50.000.000 €	3,000%	7	Euronext Paris	Altarea
2014	80.000.000 €	3,000%	7	Euronext Paris	Altarea
2014	45.000.000 €	5,800%	6	Alternext Paris	La Foncière Verte
2014	50.000.000 €	3,300%	7	Euronext Paris	Foncière de Paris SIIC
2014	50.000.000 €	2,990%	6	Euronext Paris	Foncière de Paris SIIC
2014	40.000.000 €	3,700%	7	Euro MTF	Fimalac
2014	20.000.000 €	3,300%	5	Euro MTF	Fimalac
2014	52.000.000 €	3,327%	7	Euronext Paris	Orpéa
2014	40.000.000 €	3,100%	7	Euro MTF	Newrest (Esp)
2014	70.000.000 €	4,375%	7	Euronext Paris	NGE
2014	75.000.000 €	3,000%	7	Euronext Paris	Altran Technologies
2014	10.000.000 €	2,810%	6	Euronext Paris	Altran Technologies
2014	30.000.000 €	3,000%	7	Euronext Paris	Altran Technologies

2014	15.000.000 €	3,947%	5	Euronext Paris	GFI Informatique
2014	10.000.000 €	3,947%	5	Euronext Paris	GFI Informatique
2014	15.000.000 €	5,000%	8	Euronext Paris	Direct Energie
2014	23.000.000 €	5,250%	5	Euronext Paris	SCBSM
2014	5.000.000 €	5,250%	5	Euronext Paris	SCBSM
2014	7.142.000 €	6,250%	5	Marché Libre	Akuo Opérations
2014	125.000.000 €	3,051%	9	Euronext Paris	Eurosic
2014	15.000.000 €	Euribor + 5,00 %	6	Euronext Paris	Holgat
2014	10.000.000 €	Euribor + 4,00 %	5	Euronext Paris	Holgat
2014	12.500.000 €	3,463%	7	Euronext Paris	Patrimoine & Commerce
2014	17.500.000 €	3,191%	5	Euronext Paris	Patrimoine & Commerce
2014	25.000.000 €	4,375%	5	Euronext Paris	Les Nouveaux Constructeurs
2014	20.000.000 €	3,979%	5	Euronext Paris	Les Nouveaux Constructeurs
2014	10.000.000 €	3,979%	5	Euronext Paris	Les Nouveaux Constructeurs
2014	15.000.000 €	5,125%	10	Euronext Paris	Gaumont
2014	35.000.000 €	4,750%	7	Euronext Paris	Gaumont
2014	10.000.000 €	4,750%	7	Euronext Paris	Gaumont
2014	25.000.000 €	4,375%	5	Euronext Paris	Frey
2014	11.200.000 €	4,375%	5	Euronext Paris	Frey
2015	105.000.000 €	Taux flottant	7	Euro MTF	Etablissements J. Soufflet
2015	45.000.000 €	Taux flottant	5	Euro MTF	Etablissements J. Soufflet
2015	250.000.000 €	2,391%	7	Marché Libre	ITM Entreprises
2015	150.000.000 €	3,300%	7	Marché Libre	Altrad Investment Authority
2015	30.000.000 €	5,800%	4	Marché Libre	Pitch Promotion
2015	16.000.000 €	3,740%	10	Euronext Paris	Korian
2015	135.000.000 €	3,306%	8	Euronext Paris	Korian
2015	28.000.000 €	2,966%	7	Euronext Paris	Korian
2015	29.220.000 €	5,500%	5	Marché Libre	Akuo Energy
2015	5.150.000 €	5,500%	5	Marché Libre	Akuo Energy
2015	35.000.000 €	4,340%	7	Marché Libre	Orchestra-Prémaman
2015	22.500.000 €	4,031%	6	Marché Libre	Orchestra-Prémaman
2015	100.000.000 €	3,000%	8	Euronext Paris	Foncière de Paris SIIC
2015	50.000.000 €	2,750%	7	Euronext Paris	Foncière de Paris SIIC
2015	45.000.000 €	4,800%	7	Marché Libre	Direct Energie
2015	15.000.000 €	4,400%	5	Marché Libre	Direct Energie
2015	65.000.000 €	4,500%	7	Alternext Paris	Groupe Mécanique Découpage
2015	100.000.000 €	3,000%	11	Euronext Paris	Eurosic
2015	7.200.000 €	7,200%	6	Euro MTF	Capelli
2015	7.000.000 €	6,750%	5	Euro MTF	Capelli
2016	124.000.000 €	2,848%	7	Marché Libre	Laboratoire français du Fractionnement et des Biotechnologies

2016	120.000.000 €	3,000%	7	Marché Libre	InVivo
2016	60.000.000 €	2,800%	6	Marché Libre	InVivo
2016	50.000.000 €	4,500%	7	Euronext Paris	Résidé Etudes Investissement
2015	28.400.000 €	6,000%	4	Euro MTF	BH
2016	13.700.000 €	6,000%	3	Euro MTF	BH
2015	6.000.000 €	3,144%	10	Euronext Paris	Orpéa
2015	20.000.000 €	2,568%	7	Euronext Paris	Orpéa
2016	13.000.000 €	3,144%	9	Euronext Paris	Orpéa
2015	20.613.000 €	5,000%	6	Euro MTF	Foncière Oppidum (Belgique)
2016	4.750.000 €	5,000%	5	Euro MTF	Foncière Oppidum (Belgique)
2016	35.000.000 €	3,500%	7	Euro MTF	CA Animation (Lux)
2016	50.000.000 €	2,250%	7	Marché Libre	ITM Entreprises
2015	30.140.000 €	5,000%	5	Marché Libre	Financière Apsys
2016	20.000.000 €	5,000%	4	Marché Libre	Financière Apsys
2016	300.000.000 €	1,444%	7	Marché Libre	Atos
2016	68.000.000 €	3,250%	7	Marché Libre	Direct Energie
2016	35.997.000 €	5,500%	5	Marché Libre	Akuo Energy
2016	7.772.000 €	5,500%	5	Marché Libre	Akuo Energy
2016	5.579.000 €	5,500%	5	Marché Libre	Akuo Energy
2016	22.021.000 €	5,750%	5	Marché Libre	PRIAMS
2016	50.000.000 €	2,450%	10	Euronext Paris	Altaréa
2016	52.000.000 €	Taux fixe	7	Euro MTF	Paragon Group / Grenadier Holdings Plc
2016	105.000.000 €	2,400%	7	Marché Libre	ITM Entreprises
2016	40.000.000 €	2,130%	5	Marché Libre	ITM Entreprises
2016	147.000.000 €	2,400%	7	Marché Libre	ITM Entreprises
2017	25.000.000 €	2,200%	9	Euro MTF	Newrest (Esp)
2017	85.000.000 €	1,850%	7	Euro MTF	Newrest (Esp)
2017	30.000.000 €	1,850%	7	Euro MTF	Newrest (Esp)
2017	50.000.000 €	2,300%	8	Marché Libre	Orpéa
2017	100.000.000 €	3,204%	8	Marché Libre	Kaufman & Broad
2017	50.000.000 €	2,879%	7	Marché Libre	Kaufman & Broad
2017	22.052.000 €	6,250%	5	Marché Libre	Capelli
2017	150.000.000 €	2,130%	7	Euronext Access	Orpéa
2017	121.000.000 €	2,600%	8	Euronext Access	Nexity
2017	30.000.000 €	2,053%	6	Euronext Access	Nexity
2017	130.000.000 €	3,250%	6	Euronext Growth Brussels	Argan
2017	150.000.000 €	2,000%	10	Euronext Paris	Mercialys
2017	20.000.000 €	3,000%	10	Euronext Access	FFP
2017	10.000.000 €	2,600%	9	Euronext Access	FFP
2017	155.000.000 €	2,500%	8	Euronext Access	FFP
2017	57.500.000 €	2,500%	8	Euronext Access	FFP
2017	16.400.000 €	4,750%	5	Euronext Access	Financière Apsys
2017	10.900.000 €	4,750%	5	Euronext Access	Financière Apsys

2017	10.000.000 €	4,500%	7	Euronext Access	Akuo Energy
2017	50.000.000 €	4,250%	6	Euronext Access	Akuo Energy
2017	63.000.000 €	2,200%	7	Euronext Access	Orpéa
2017	50.000.000 €	1,204%	5	Bourse du Luxembourg	Financière Agache
2017	70.000.000 €	1,204%	5	Bourse du Luxembourg	Financière Agache
2017	14.850.000 €	4,750%	5	Euronext Access	Foncière Volta
2018	6.425.000 €	4,750%	4	Euronext Access	Foncière Volta
2018	21.000.000 €	Taux fixe	7	Euro MTF	Paragon Group / Grenadier Holdings Plc
2018	33.000.000 €	Taux fixe	7	Euro MTF	Paragon Group / Grenadier Holdings Plc
2017	7.750.000 €	6,000%	6	Euronext Access	Bird AM (Groupe Réalités)
2018	16.250.000 €	6,000%	5	Euronext Access	Bird AM (Groupe Réalités)
2013	75.000.000 €	Non Public	Non Public	Non coté	Sonepar
2014	30.000.000 €	4,000%	7	Non coté	ID Valeurs
2014	30.000.000 €	Non Public	Non Public	Non coté	Axson
2014	30.000.000 €	4,125%	7	Non coté	MGI Coutier
2014	11.500.000 €	5,000%	7	Non coté	Direct Energie
2014	28.500.000 €	4,700%	5	Non coté	Direct Energie
2014	13.800.000 €	5,100%	6	Non coté	Aegide
2014	25.000.000 €	Non Public	6	Non coté	PCAS
2014	10.000.000 €	Non Public	8	Non coté	OVH Groupe
2014	57.000.000 €	Non Public	7	Non coté	OVH Groupe
2014	4.000.000 €	Non Public	7	Non coté	Moret Industries Group
2014	21.000.000 €	Non Public	7	Non coté	Moret Industries Group
2014	70.000.000 €	Non Public	7	Non coté	ITM Entreprises
2014	40.000.000 €	Non Public	7	Non coté	Delpharm
2014	20.000.000 €	Non Public	6	Non coté	Orchestra-Prémaman
2014	70.000.000 €	Non Public	Non Public	Non coté	Sonepar
2014	225.000.000 €	3,000%	7	Non coté	Fareva
2014	15.000.000 €	5,500%	5	Non coté	Groupe Proméo
2014	30.000.000 €	Non Public	7	Non coté	Mecachrome
2014	20.000.000 €	Non Public	6	Non coté	OVH Groupe
2014	30.000.000 €	Non Public	6	Non coté	Emera
2014	40.000.000 €	Non Public	7	Non coté	Sill Entreprises SAS
2015	34.600.000 €	Non Public	10	Non coté	Kinepolis
2015	61.400.000 €	Non Public	7	Non coté	Kinepolis
2015	19.000.000 €	4,250%	5	Non coté	Ymagis
2015	17.500.000 €	4,000%	4	Non coté	Ymagis
2015	30.000.000 €	Non Public	6	Non coté	Groupe GPS
2015	150.000.000 €	Non Public	Non Public	Non coté	Axéreal
2015	20.000.000 €	Non Public	7	Non coté	AD Industrie

2015	20.000.000 €	Non Public	7	Non coté	PSB Industries
2015	10.000.000 €	Non Public	6	Non coté	PSB Industries
2015	20.000.000 €	Non Public	6	Non coté	Lebronze alloys
2015	220.000.000 €	Non Public	8	Non coté	Sonepar
2015	200.000.000 €	3,300%	10	Non coté	Société de la Tour Eiffel
2015	25.000.000 €	4,000%	7	Non coté	Manitou
2015	30.000.000 €	Non Public	7	Non coté	Chateauform'
2015	30.000.000 €	3,250%	6	Non coté	Devoteam
2015	7.500.000 €	Non Public	7	Non coté	Delfingen
2015	7.500.000 €	Non Public	5	Non coté	Delfingen
2015	13.000.000 €	Non Public	7	Non coté	La Maison Bleue
2015	30.000.000 €	Non Public	7	Non coté	Les Grands Chais de France
2015	95.000.000 €	4,000%	7	Non coté	Spie Batignolles
2015	10.000.000 €	Non Public	6	Non coté	UNITE
2016	60.000.000 €	Non Public	7	Non coté	Ales Groupe
2015	15.000.000 €	Non Public	Non Public	Non coté	Résidalya
2016	4.000.000 €	Non Public	Non Public	Non coté	Résidalya
2016	51.000.000 €	Non Public	Non Public	Non coté	Prodware
2015	31.200.000 €	3,686%	7	Non coté	Le Noble Age
2016	20.000.000 €	3,686%	6	Non coté	Le Noble Age
2016	7.500.000 €	Non Public	Non Public	Non coté	Groupe AM Trust
2016	230.000.000 €	Non Public	7	Non coté	Zodiac Aerospace
2016	12.000.000 €	Non Public	4	Non coté	Izac
2016	25.000.000 €	2,900%	7	Non coté	Chargeurs
2016	30.000.000 €	Non Public	Non Public	Non coté	EXEL Industries
2016	8.000.000 €	Non Public	7	Non coté	EPC Groupe
2016	7.000.000 €	Non Public	7	Non coté	EPC Groupe
2016	9.000.000 €	Non Public	Non Public	Non coté	Renaud Cointreau
2016	60.000.000 €	4,250%	6	Non coté	Pierre & Vacances
2016	100.000.000 €	3,500%	7	Non coté	GL Events
2016	25.000.000 €	Non Public	7	Non coté	Bastide Le Confort Médical
2016	42.500.000 €	4,250%	6	Non coté	Valtech
2016	12.000.000 €	4,000%	7	Non coté	Aegide
2016	20.000.000 €	Non Public	6	Non coté	Dietrich Carebus Group
2016	15.000.000 €	Non Public	7	Non coté	CS Communication & Systèmes
2016	10.000.000 €	Non Public	Non Public	Non coté	ID Valeurs
2016	20.000.000 €	Non Public	Non Public	Non coté	ID Valeurs
2016	55.000.000 €	Non Public	7	Non coté	Servier

2017	30.000.000 €	Non Public	Non Public	Non coté	ID Valeurs
2017	25.000.000 €	2,650%	5	Non coté	Argan
2017	30.000.000 €	Non Public	7	Non coté	Groupe GPS
2016	10.000.000 €	3,500%	7	Non coté	SES-imagotag
2017	30.000.000 €	3,500%	6	Non coté	SES-imagotag
2017	45.000.000 €	Non Public	8	Non coté	Compagnie des Alpes
2017	20.000.000 €	Taux variable	6	Non coté	Maire Tecnimont
2017	20.000.000 €	Taux variable	6	Non coté	Maire Tecnimont
2017	70.000.000 €	Non Public	Non Public	Non coté	Valfidus
2017	30.000.000 €	Non Public	5	Non coté	Verescence
2017	40.000.000 €	Non Public	8	Non coté	Chargeurs
2017	51.000.000 €	Non Public	7	Non coté	OL Groupe
2017	20.000.000 €	Non Public	Non Public	Non coté	Lebronze alloys
2017	19.400.000 €	3,500%	6	Non coté	Saint Jean Industries
2017	12.000.000 €	Non Public	6	Non coté	AMP Visual TV
2017	15.000.000 €	Taux variable	6	Non coté	Xilam
2017	50.000.000 €	1,500%	7	Non coté	M6
2017	85.000.000 €	Non Public	6,5	Non coté	BIM
2017	5.000.000 €	3,000%	9	Non coté	ACTIA Group
2017	15.000.000 €	3,500%	7	Non coté	ACTIA Group
2017	Non Public	Non Public	Non Public	Non coté	Sleeve International Company
2017	25.000.000 €	Non Public	7	Non coté	Scopelec
2018	76.000.000 €	3,900%	7	Non coté	Pierre & Vacances – Center Parcs
2018	25.000.000 €	Non Public	6	Non coté	Bastide Le Confort Médical
2018	90.000.000 €	Non Public	6,5	Non coté	Groupe Lucien Barrière
2018	100.000.000 €	3,125%	6,5	Non coté	Foncière INEA
2018	20.000.000 €	5,400%	5	Non coté	Pierreval Investissement
2018	20.000.000 €	Non Public	7	Non coté	ABEO
2018	20.000.000 €	Non Public	7	Non coté	Visiativ
2018	50.000.000 €	3,750%	7	Non coté	Edify (Lux)