



**A la recherche de solutions innovantes
pour financer en fonds propres
les entreprises européennes**

ACADEMIE DE COMPTABILITE

Mai - Juillet 2020

Le Dossier qui suit résulte des travaux d'un Groupe de Travail d'Experts qui s'est réuni d'avril à juillet 2020, dans le cadre de l'Académie de Comptabilité, pour contribuer utilement aux réflexions de place sur les enjeux de renforcement des fonds propres des entreprises françaises.

Ce Groupe a été constitué dans ce but, à l'initiative de Jean-Jacques Perquel, président d'honneur de l'Académie de Comptabilité, de Jean-Pierre Maureau, président du Club des Investisseurs de Long Terme du Centre des Professions Financières, d'Alain Dorison, ancien expert-comptable et ancien Inspecteur Général des Finances, et de Sylvie Malécot, Président de Millenium I-Research, qui a été par ailleurs rédacteur du présent dossier.

Le Groupe de Travail de l'Académie de Comptabilité a réuni des experts du monde économique et financier, membres de diverses associations ou instances de Place, spécialistes des problématiques de financement des entreprises, cotées ou non, des gestions d'actifs institutionnels, de l'environnement réglementaires et comptable, et des enjeux de l'épargne longue.

Jean-Jacques Perquel, Alain Dorison, Sylvie Malécot et Jean-Pierre Maureau tiennent à remercier tous ceux qui ont consacré du temps et permis la réalisation de ce document, soit par leur contribution active, soit par leurs encouragements ou les pistes de réflexion qu'ils ont permis de développer.

Rien n'aurait été possible sans les apports d'une vingtaine de professionnels, qui se sont impliqués dans la constitution de ce Dossier de Synthèse.

Si le dossier aboutit à un consensus sur quelques propositions dans le débat complexe du soutien durable aux entreprises, sur la période qui va suivre la crise sanitaire Covid-19, chacun reconnaîtra son apport au fil des pages.

« Seuls ceux qui prendront le risque d'aller trop loin découvriront jusqu'où on peut aller. »

T.S. Elliot

En synthèse, les propositions

1/ Dépasser les contraintes qui limitent l'orientation de l'épargne financière vers les fonds propres des entreprises.

Si tous s'accordent sur les besoins structurels en fonds propres, de long terme, des entreprises, qui sont évidents et non contestés, sont fréquemment mises en avant les difficultés d'une réponse adaptée.

Ces difficultés tiennent à toutes les contraintes que, dans un but de sécurité financière et de protection des épargnants, les régulateurs font peser sur les acteurs gérant l'épargne financière, à la possibilité incertaine d'organiser un marché assurant une liquidité minimale à ces instruments financiers, au défi politique de bâtir une solution soutenue par l'Etat mais reposant cependant sur les décisions des acteurs de marché. On peut évoquer les obstacles à une conversion des PGE, prêts garantis par l'Etat mis en œuvre dès avril 2020 pour répondre à la crise de trésorerie des entreprises : l'enjeu serait de transformer partie de ces créances actuelles de l'Etat en fonds propres futurs pour les entreprises.

De nombreux instruments existent déjà, qui offrent à l'entreprise cherchant à lever des fonds toute une gamme, entre des instruments purement obligataires et des actions. Certains instruments existent uniquement en droit français pour sécuriser le capital des entreprises ; d'autres ont des équivalents dans des pays voisins, et parfois déjà dans la réglementation européenne. Une harmonisation créerait des gisements de taille significative et donc des facteurs de liquidité.

Certains outils peuvent être revus, pour être mieux en phase avec les enjeux de 2020. De plus, des adaptations ciblées des règles prudentielles et comptables pourraient être nécessaires.

Des décisions gouvernementales pourraient utilement compléter ce que les acteurs du monde financier peuvent faire dans le cadre actuel, par exemple par l'allongement des PGE de manière ciblée, l'abandon d'intérêts dans certaines conditions.

2/ Offrir des solutions différentes selon les tailles d'entreprises et les secteurs d'activité.

Si toutes les entreprises ont besoin de consolider leur structure financière, les solutions en matière d'instruments financiers doivent être différenciées selon les tailles de sociétés.

Les grandes entreprises ont un accès naturel aux marchés financiers. Leurs recours au financement bancaire devraient se faire de plus en plus au travers d'emprunts à impact, crédits dont la rémunération est indexée sur la performance ESG (Environnement, social et gouvernance) de l'emprunteur selon des critères prédéterminés en accord avec la banque. Les TPE bénéficient des mécanismes de PGE – Prêts Garantis par l'Etat -, dont les encours pourraient être titrisés, afin de sortir du bilan des banques le risque qu'elles portent (10% des encours). Le principal obstacle à la transformation en véhicule de titrisation ou en dette subordonnée est la non-transférabilité à un tiers de la garantie de l'Etat (via BPI France). Les solutions innovantes concernent donc principalement le tissu des PME / ETI, dont la grande majorité est non cotée, et souvent non notée.

3/ Substituer aux actuels PGE des apports en capital aux PME et ETI et orienter l'épargne longue vers les investissements en actions.

Il est important de poursuivre les initiatives de la Loi PACTE pour orienter de manière structurelle l'épargne vers les investissements en actions, cotées ou non. En parallèle, la formation financière des épargnants doit être accélérée.

Sur le segment des PME, une solution complémentaire pourrait être mise en œuvre : la substitution aux actuels Prêts Garantis par l'Etat, d'apports en capital par des actions de type B, pour lesquelles le prix d'émission constituerait un niveau plancher. Ces actions seraient regroupées au sein d'une SNI, cotée en Bourse, ce qui permettra une valorisation pour les porteurs liée à la « recovery » des entreprises détenues dans le véhicule. Par ailleurs, les titres des PME pourraient être rachetés par les entreprises elles-mêmes, ou mis sur le marché, auprès d'épargnants particuliers, qui pourraient les acquérir via leur PEA. Ceci contribuerait à réorienter l'épargne longue vers les investissements en actions, dans un cadre réglementaire et fiscal favorable existant.

4/ Rendre aux investisseurs institutionnels leur liberté d'investisseur de long terme.

Renforcer les fonds propres de sociétés s'inscrit pour un investisseur institutionnel dans une logique de long terme. L'existence de fonds de place, de véhicules européens de type ELTIF facilite la capacité pour les assureurs et caisses de retraite à se positionner rapidement sur des instruments de fonds propres ou de quasi-fonds propres.

Le réglementaire ne doit pas être un obstacle. A situation exceptionnelle, réaction exceptionnelle. Des ajustements spécifiques ont eu lieu dès le 31 mars. D'autres assouplissements seraient des signaux forts d'encouragement. Cela concerne les principes de comptabilité nationale, mais surtout l'environnement réglementaire international : normes comptables IAS-IFRS, révisions de la Directive Solvabilité II, qui impacte les assureurs, aménagement de dispositifs de Bâle pour les banques. L'objectif est d'avoir une approche du risque avec un horizon de moyen à long terme, et de s'affranchir de schémas trop souvent à la fois de court-terme et procycliques, qui réduisent drastiquement, de manière mécanique, les capacités d'investissements en actions.

5/ Harmoniser les instruments financiers au niveau européen.

Tout instrument ne rencontre le succès, que s'il répond à un intérêt des émetteurs et des investisseurs, et s'il bénéficie de gisements suffisants pour assurer de la liquidité, développer des méthodes fiables de valorisation, et attirer de fait tout type d'investisseurs : actifs en représentation d'engagements institutionnels, réserves de groupes de retraites, fonds des sociétés de gestion, et même comptes-titres de particuliers.

Les besoins de renforcement en fonds propres des entreprises, suite à la crise Covid-19, existent dans tous les pays européens, même s'ils se traduisent de manière différente entre Allemagne, Pays-Bas, France ou Italie. L'idée de raisonner au plan européen est de permettre de dépasser les cadres nationaux, et d'aider à l'émergence ou à la consolidation d'entreprises solides, bien implantées dans leur secteur d'activité, avec si besoin un business model rénové, qui seront des leaders européens de demain, capables de challenger leurs concurrents américains ou asiatiques, pour renforcer le poids économique de l'Europe dans le monde.

A LA RECHERCHE DE SOLUTIONS INNOVANTES POUR FINANCER EN FONDS PROPRES LES ENTREPRISES EUROPEENNES

PLAN DE L'ETUDE

	Introduction de Jean-Jacques Perquel	6
I-	Les entreprises	8
	1. Les grandes entreprises	10
	2. Les ETI / PME	12
	3. Les TPE	13
II-	Les investisseurs	16
	1. Les enjeux d'investissement de long terme	16
	2. La mobilisation de l'épargne	18
	3. Impacts de mesures de risques	20
	4. Des contraintes réglementaires à assouplir	21
III-	Les marchés financiers	24
	1. Un rôle clef d'intermédiation	24
	2. L'enjeu de la liquidité	25
	3. Les problématiques de valorisation	26
	4. L'importance d'une analyse financière indépendante	27
	5. L'accélération nécessaire de l'éducation financière des épargnants	28
IV-	Les solutions de financement possibles	29
	1. Les solutions existantes, alternatives de consolidation des fonds propres	29
	2. Les droits de vote multiples	31
	3. Les titres sans droit de vote	31
	4. Les titres participatifs	33
	5. La piste des <i>Genußscheine</i> allemandes	34
	6. La titrisation	36
	7. Les prêts participatifs	38
	8. Une solution élégante pour aider PME et ETI	40
V-	Conclusions	42

Introduction de Jean-Jacques Perquel

Après le temps de l'endettement, le défi du renforcement des fonds propres...

Le tissu productif français a abordé la crise sanitaire avec le 2^{ème} plus important niveau d'endettement d'entreprises parmi les grandes économies de marché. Derrière le Japon, mais devant le Royaume Uni, les Etats-Unis et surtout l'Allemagne. L'année 2019 avait atteint un sommet pour les émissions obligataires des grandes entreprises, avec des perspectives dégradées pour de nombreux titres. La dette émise n'avait cessé de croître depuis la crise de 2008, bien plus vite que leur capacité d'autofinancement. La dette, essentiellement bancaire, des PME et ETI avait progressé de 30% depuis dix ans, selon les données de Rexecode, avec un niveau de capitaux propres insuffisant pour répondre à leurs besoins d'investissement.

La combinaison d'une dette privée, des sociétés non financières et des ménages, dynamique et d'une dette publique élevée réduisait clairement la capacité de résilience du système financier français en cas d'imprévu.

Le choc exogène provoqué par la mise en mode « pause » des hommes et des entreprises, décidée pour contrer la crise sanitaire, est d'une violence économique et sociale forte pour notre pays, peu préparé à la réalité d'une pandémie, d'autant moins que les fleurons français, qui semblaient intouchables, figurent parmi les secteurs les plus touchés (aéronautique, tourisme, luxe).

Les grands agrégats estimés pour 2020 - 11% de décroissance, de déficit public et de chômage, avec en fin d'année une dette publique en hausse sur une année de 21 points de PIB - donnent le tournis. La similitude avec l'ensemble des économies développées ne rassure pas.

Face à ces niveaux pourtant inconnus, les marchés financiers ne manifestent pas encore d'inquiétudes. La récession a été en quelque sorte imposée par l'Etat, qui a décidé du confinement. Les marchés restent convaincus que la relance sera, elle aussi, administrée.

L'effet multiplicateur puissant des politiques monétaires et budgétaires annoncées par la Banque Centrale Européenne et la Commission européenne sont de nature à faciliter une relance rapide de l'économie. Le reste du choc devra être absorbé par les entreprises d'abord, puis par les ménages, rendus durablement vulnérables par cet arrêt total ou partiel d'activité. Dès le début de la crise, l'Etat a joué son rôle de filet de sécurité, en généralisant le chômage partiel, et en se substituant aux entreprises pour le règlement des salaires du secteur privé. Les entreprises ont, quant à elles, été soutenues dans la phase de blocage d'activité, et dans les besoins de trésorerie des mois à venir, au travers des mécanismes de prêts bancaires dits PGE, prêts garantis par l'Etat... mais pas à 100%.

Le mécanisme d'endettement ne peut être pourtant qu'un pis-aller de court terme.

L'enjeu est de renforcer durablement la structure financière des entreprises. Les fonds propres sont un matelas de sécurité et de puissance permettant de se protéger et d'investir dans la préparation de l'avenir. Toute crise, et celle du Covid-19 en particulier, renforce les entreprises fortes en fonds propres, tandis que les plus fragiles en sont les victimes.

Certains secteurs stratégiques bénéficient du soutien inconditionnel de la puissance publique, mais les aides d'Etat ne pourront avoir qu'un temps. Le refinancement des entreprises et la relance des investissements ne peuvent pas reposer uniquement sur l'Etat et les fonds publics. Le secteur privé devra prendre le relais et s'appuyer sur des mécanismes de financement ayant fait leurs preuves. Si, en juin, grandes entreprises et ETI signalent moins de difficultés ardues de trésorerie, les deux tiers envisagent ou ont acté un report des dépenses d'investissement. Pourtant, certains secteurs particulièrement touchés doivent penser un nouveau modèle économique pour le futur, et investir pour le bâtir.

En soutien de l'économie, notre pays dispose d'un vivier d'investisseurs de long terme : compagnies d'assurance, caisses de retraite, mutuelles, et acteurs de la sphère publique, Caisse des Dépôts, ERAFP, Ircantec, Préfon, Fonds de Réserve pour les Retraites, ... Beaucoup ont vu leurs flux de trésorerie mis à mal par la crise Covid-19, car ils les ont mobilisés au profit de leurs adhérents ou sociétaires, ou parce qu'ils ont eux-mêmes acceptés des reports de paiement de cotisation.

Mais tous sont engagés dans une dynamique de finance durable et responsable. Ils sont donc naturellement impliqués dans la dynamique de financement de l'économie réelle, et auront un rôle clef de stabilisateurs et de soutien aux entreprises dans les mois et les années qui viennent.

En complément, l'épargne accumulée par les particuliers doit reprendre le chemin du financement des entreprises : des supports existent déjà, PEA, PEA-PME, Unités de Compte en assurance-vie. Les dispositifs retraite de la Loi PACTE apportent de nouvelles options, avec la mise en place de produits d'épargne très longs en retraite supplémentaire.

Pour les entreprises, il faut maintenant réconcilier l'urgence et le temps long en passant d'une problématique de liquidité à une problématique de solvabilité.

L'endettement de court terme et les reports de charges ont été nécessaires. Comment peut-on désormais transformer cette créance de l'Etat sur les entreprises en fonds propres ?

Les questions se posent différemment selon les secteurs. Certains bénéficieront d'une reprise en V, d'autres retrouveront plus lentement leur rythme de croisière, et certains devront réinventer totalement leur *business model*.

Cela nécessite d'abord un allongement des horizons. Mais, pour construire une relance durable, il faut un terreau favorable, qui permettra de renforcer toutes les entreprises qui ont vocation à poursuivre leur activité.

Le Groupe de Travail a tenté d'apporter des pistes de solutions. Les échanges ont visé à réfléchir selon un triple point de vue : les entreprises, les investisseurs, institutionnels ou épargnants, et les marchés financiers.

Pour chaque type d'acteurs, l'objectif a été d'analyser les attentes et enjeux, les éléments de risques, les contraintes réglementaires, et les axes de solutions souhaitées. Celles-ci seront nationales, mais aussi européennes.

A LA RECHERCHE DE SOLUTIONS INNOVANTES POUR FINANCER EN FONDS PROPRES LES ENTREPRISES EUROPEENNES

I- Les entreprises

La constatation selon laquelle la structure financière des entreprises françaises est fragile est bien antérieure à la crise Covid-19 du printemps 2020.

De fait, aujourd'hui, cette fragilité historique complique la relance, ce d'autant plus que le défi est immense : assurer la reprise des activités dans un contexte mouvant et un calendrier incertain, tout en intensifiant les efforts d'investissements pour intégrer les enjeux d'après-crise, en particulier transformations numériques, écologiques et renforcement de la résilience de l'économie nationale en général, et du modèle social associé, et de l'ensemble des entreprises contributives.

Néanmoins, la gravité du choc macroéconomique, lié à la propagation du Covid-19 et à la mise à l'arrêt de secteurs entiers, obligera les entreprises à se concentrer à l'avenir sur la consolidation de leurs caractéristiques de crédit, ce qui pourrait déclencher une dynamique positive sur les fondamentaux dans les mois à venir.

Les entreprises ont abordé la crise avec un niveau d'endettement déjà très élevé, en raison en grande partie des politiques monétaires accommodantes au niveau mondial et de la recherche de rendement dans un contexte de taux bas, voire négatifs, sur certaines signatures, Etats ou privées, des pays européens.

Les chiffres disponibles concernent principalement les grandes entreprises.

Entre 2008 et 2019, on a assisté à une forte augmentation de l'endettement des entreprises. Ainsi, le stock global d'obligations a plus que doublé en termes réels, pour atteindre 13 500 milliards de dollars en 2019, selon le rapport « *Corporate Bond Market Trends, Emerging Risks and Monetary Policy* » de l'OCDE.

L'un des corollaires est une baisse de la qualité des titres. Entre 2008 et 2019, la part des obligations BBB a représenté 44,6% des émissions *investment grade* contre 38,9% entre 2000 et 2007. Près de 85% des émetteurs notés dans le monde par Standard & Poor's depuis 2017 le sont dans la catégorie spéculative ; le rating moyen des nouveaux émetteurs est désormais de B. Aujourd'hui, un tiers des émetteurs *corporate* aux Etats-Unis, et un quart en Europe, ont une notation inférieure ou égale à B, traduisant un fort niveau de vulnérabilité à toute crise économique ou financière. Notons qu'au sein des pays européens, les entreprises françaises étaient, avant mars 2020, parmi les plus endettées.

Eléments d'inquiétudes supplémentaires, on a assisté à un accroissement du levier à notation équivalente, pour tous les niveaux de *rating*, et à une augmentation de la maturité de la dette (12,4 ans au 31 décembre 2019 contre 9,4 cinq ans auparavant), et donc de la sensibilité aux taux.

Les travaux préliminaires à la Loi PACTE – Plan d’Action pour la Croissance et la Transformation des Entreprises – ont par ailleurs rappelé la trop petite taille des entreprises françaises. Quand l’Allemagne compte 12 500 ETI, la France n’en recense que 5 800. Pourtant, les entreprises sont la principale source d’emplois dans notre pays. 3.9 millions d’entreprises emploient 66% de la population active. Entre 2009 et 2015, les PME ont créé 100 000 emplois nets et les ETI 300 000.

L’enjeu de la pérennité des PME et ETI, et du renforcement de leur solidité financière, est donc majeur, pour éviter une explosion du chômage dans les mois qui viennent.

Il est essentiel de comprendre que la crise Covid-19 est un accélérateur et non un déclencheur : les sociétés susceptibles de déposer le bilan étaient déjà fragiles avant le confinement.

De fait, les entreprises ayant connu une restructuration de leur activité n’ont pas de banquier pour se financer : de manière logique, elles se voient refuser l’accès au dispositif PGE – Prêts Garantis par l’Etat, puisque les banques gardent la part non garantie dans leurs livres. C’est un des angles morts du dispositif mis en place. Une première vague de dépôts de bilan s’est enclenchée depuis mi-juin, et concernent ces entreprises surendettées ou « débancaarisées ». La seconde vague est attendue au premier semestre 2021. Les entreprises insuffisamment profitables, n’ayant pas su se transformer, n’arriveront pas à retrouver un équilibre pérenne, et ne pourront pas faire face à de nouveaux besoins financiers (encore moins à de nécessaires investissements), surtout sur des segments de marché déclinants. Il est donc urgent d’imaginer des dispositifs de conversion en fonds propres.

Au total, les entreprises vont sortir très fragilisées de la crise, ce qui risque à la fois de les exposer à des prises de contrôle et de pénaliser la reprise durable de l’économie. Une première priorité doit être, à l’évidence, de viser la diminution de la dette accumulée.

De nombreuses pistes d’actions sont étudiées sur les dettes proprement dites : report, allongement de la durée du report, annulation de créances fiscales et sociales, prise en compte de la dégradation des résultats et de l’augmentation des dettes.

L’Etat dispose du levier fiscal. Le Ministre de l’Economie, des Finances et de la Relance, Bruno Le Maire, souhaite réduire les impôts de production, enfin, pourrait-on dire, tant ils sont décriés depuis longtemps dans les sphères économiques : ils pèsent sur les comptes des entreprises, dès la production, sans connaissance de perspectives éventuelles de profits futurs. En priorité, sera réduite dès septembre 2020 la CVAE -Contribution sur la Valeur Ajoutée des Entreprises- qui pèse sur l’industrie : c’est actuellement une recette pour l’Etat de 14 milliards en année pleine ; cet impôt abonde principalement les budgets des régions. Nombre d’économistes, de *think tanks* et d’associations de place appellent à aller très rapidement plus loin dans la suppression des impôts de production.

Concernant le renforcement indispensable des fonds propres des sociétés, les situations, et les options de sortie de crise, seront différentes selon les secteurs économiques, et surtout selon la taille des entreprises.

Mais il y a urgence, puisque les fonds propres des entreprises rapportés au PIB sont aujourd'hui deux fois plus importants aux États-Unis comparativement à l'Europe. Il y a donc déjà un handicap compétitif dans la phase de reprise qui commence.

1. Les grandes entreprises

Depuis 2008, l'endettement financier net des grandes entreprises françaises n'a cessé d'augmenter. Selon les données de la Banque de France et de la BRI, l'encours des obligations émises par les entreprises françaises a progressé de près de 90%, passant de 330 milliards d'euros en 2008 à plus de 620 milliards fin 2019. La capacité d'autofinancement a augmenté moins vite que l'endettement : en 2013, il fallait en théorie deux ans et demi d'autofinancement pour qu'une entreprise rembourse ses dettes. En 2018, ce délai atteignait trois ans et demi.

Les grandes entreprises ont déjà un accès direct au marché financier. Elles sont émettrices d'obligations, senior ou subordonnées, ou d'instruments hybrides, de type obligations convertibles par exemple.

Les besoins de financement post Covid-19 vont sans doute accélérer le développement de lignes de crédit corrélées à des critères de durabilité.

Certes, certains s'inquiètent d'une complexité accrue que va introduire l'intégration d'éléments extra-financiers dans les modalités de financement. Mais les caractéristiques ESG – Environnement, Sociétal, Gouvernance – ne sont en aucune manière en concurrence avec les financements « de croissance ». Sur les marchés actions, les distinctions « *growth* » et « *value* » ont progressivement perdu de leur sens au cours de ces dernières années. Les critères ESG permettent un positionnement dans une logique de moyen terme, en accompagnant le développement durable d'une entreprise, à tous les sens du terme.

Si, depuis les Accords de Paris, l'enjeu Climat était devenu la priorité de l'ESG, les critères sociétaux et de gouvernance vont reprendre de la valeur post Covid-19. Gouvernance, parce que certaines entreprises en situation délicate le sont en raison d'une faiblesse de management, qui a conduit à des choix stratégiques inadéquats. Sociétal, car les mesures d'impacts en termes d'emplois vont être scrutées, tant par les investisseurs que par les pouvoirs publics : implantations sur le territoire national, emploi des jeunes, des seniors, formations de reconversion, ... avec des critères mesurables, sur la base d'éléments figurant déjà en grande partie dans les bilans sociaux.

Le financement à impact est l'une des tendances fortes de la finance durable sur les cinq dernières années. Certains qualifient d'ailleurs les emprunts à impacts de "*futur de la banque*". Depuis leur création, fin 2017, les emprunts à impacts, *positive incentive loans* ou *sustainability loans*, font une percée remarquable dans le monde de la finance durable et au-delà, dans une dynamique de convergences des banques, investisseurs et entreprises autour de la performance globale.

Face à un marché des *green bonds* de 180 milliards de dollars, ce nouveau produit est déjà évalué à près de 50 milliards de dollars (36,4 milliards à fin 2018) et les banques lui prédisent un grand avenir, avec un afflux de demandes très important provenant des entreprises, encore essentiellement européennes. Les emprunts à impacts ne sont pas alloués à des projets précis, et concernent les entreprises de toute taille et de tous secteurs. Néanmoins, choisir ce type de financement demande de la part des entreprises émettrices une certaine maturité en termes de responsabilité sociétale.

Les indexations des emprunts sont de natures diverses : sur la performance extra-financière des entreprises, sur leur notation ESG réalisée par des agences spécialisées, ou sur quelques indicateurs spécifiques définis entre la banque et l'entreprise. Ce dernier cas tend à se généraliser. En pratique, si l'entreprise atteint ou dépasse ces objectifs, elle bénéficie d'un bonus, si elle échoue, elle peut écoper d'un malus, voire d'une obligation de réaliser des actions correctives dans l'année qui suit. L'intérêt principal est que l'on évalue l'entreprise non pas sur ses engagements, mais bien sur leur réalisation. On est au-delà de la simple obligation de moyens.

Parmi la cinquantaine d'émetteurs ayant souscrit des prêts indexés sur des critères environnementaux, sociaux ou de gouvernance (ESG), on trouve plusieurs entreprises françaises, telles que EDF, Danone, les Fromageries Bel, Séché Environnement.

Un nouveau pas est franchi en juin 2020 puisque la Division Entreprises et Investissements d'Arkéa Banque lance une démarche, dénommée PACT couplant prêt à impact et accompagnement stratégique pour soutenir les PME et ETI dans leur transformation sociétale et environnementale. La première opération de 3 millions d'euros à 15 ans concerne la société Charier, spécialiste des travaux publics basé près de Saint-Nazaire (44), avec un prêt destiné à financer partiellement son nouveau siège social, bâtiment neutre en énergie construit en métropole nantaise.

Les besoins éventuels de recapitalisation des grandes entreprises bénéficieront d'une attention particulière de l'Etat, en qualité de fleurons de l'industrie française ou du caractère stratégique de leur activité, sans oublier leur poids en matière d'emplois sur le territoire national.

Le gouvernement a annoncé des aides spécifiques à certains secteurs, comme l'aéronautique (Airbus et nombre de sous-traitants), ou à des entreprises comme Air France ou Renault. Dans certains cas, on assistera peut-être à des prises de participation temporaires de l'Etat, le temps de donner l'impulsion nécessaire aux investissements et à la transformation de l'entreprise.

Par ailleurs, l'Etat pourrait relancer dans les prochaines semaines l'initiative « Lac d'argent », initiée en janvier 2020. Le ministre de l'Economie et des Finances, Bruno Le Maire, qui porte in fine le projet, avait officialisé le lancement du « Lac d'argent », fonds d'investissement à la française, géré par BPI France, pour permettre d'effectuer les premiers investissements dès le premier semestre 2020. Ce projet a été initialement conçu pour stabiliser le capital des pépites françaises. Il visait à être composé d'une quinzaine de lignes et devrait être doté d'une enveloppe de 10 milliards grâce à l'argent levé auprès d'investisseurs publics et privés. Le « Lac d'argent » s'inscrit dans le prolongement de l'ex-Fonds Stratégique d'Investissement

(FSI), créé en 2009, et géré par la banque publique depuis 2013, avec environ 15 milliards d'euros investis dans des grandes sociétés comme Orange, Valeo et PSA.

La présence, dans les investisseurs premiers, de fonds souverains émirati, avait, en début d'année, posé question. De fait, post crise Covid-19, le principe du « Lac d'argent » pourrait évoluer, en limitant l'accès à des investisseurs français ou européens. En termes de gouvernance, le fonds respecterait la thèse initiale d'investissement de BPI France, qui consiste à prendre des participations minoritaires au capital des entreprises, pour une durée significative (jusqu'à dix ans), avec une présence active au Conseil. « *Et pas question d'investir à perte : BPI France demeurera dans une logique de performance* », comme le précise Nicolas Dufourcq.

2. Les ETI et PME

Préalablement à la crise Covid-19, les PME et ETI françaises avaient un financement essentiellement bancaire. Leur endettement a progressé de plus de 30% entre 2008 à 2019, passant de 560 milliards d'euros à près de 720 milliards, selon les données de la Banque de France. 30% des PME et ETI estimeraient leur niveau de fonds propres insuffisant pour répondre à leurs besoins d'investissement⁴. Ce taux pourrait atteindre les 90%, au sortir de la crise.

Aux enjeux actuels de liquidité succéderont des enjeux de solvabilité cruciaux.

C'est donc principalement sur le segment des PME et ETI que doivent se concentrer les réflexions pour conforter les structures financières et accroître les niveaux de fonds propres.

En France, une des difficultés à renforcer les fonds propres des entreprises est que les chefs entreprises, surtout celles qui sont contrôlées par une famille, ont toujours un concept patrimonial de leur société. La formule d'Adolphe Thiers n'a finalement que peu vieilli : « *Il est scandaleux que des nouveaux entrepreneurs viennent concurrencer des entreprises existantes depuis plusieurs générations.* ». Aussi, beaucoup de présidents ont peur d'ouvrir le « capital » de leur entreprise et préfèrent financer leurs investissements par de l'emprunt, avec l'espoir inavoué que l'inflation supprimera la « nocivité » de leurs dettes.

Il se produit une autre complication : si la société dure pendant plusieurs générations, la division des titres entre des membres d'une famille dont les intérêts ne sont pas tous les mêmes. Ainsi, l'agent de change Pascal Hauvette, petit-fils d'Edouard Michelin expliquait qu'à chaque opération de Michelin, il devait prendre son bâton de pèlerin pour essayer de convaincre les membres de sa famille de souscrire les nouvelles actions.

Bien entendu, cette frilosité est renforcée par l'existence de « *raiders* » qui cherchent un bénéfice « rapide » quel qu'en soient les conséquences pour le développement de longue durée des entreprises. A contrario, il y a des chefs d'entreprises incapables de bien gérer leur société au plan financier, et il n'est pas mauvais qu'elles se fassent racheter par des entrepreneurs capables de mieux défendre leurs « *stakeholders* ».

Il y a une distinction à faire entre des O.P.A. dont le but est (en général) d'augmenter l'activité économique, et de conforter la structure financière de la société, pour accompagner son

développement, et des attaques de raiders, qui cherchent uniquement à se faire aider des autres actionnaires pour faire des bénéfices à court terme au détriment de la société.

Il est donc essentiel de conserver un réel choix d'instruments appropriés, afin de ne pas vulnérabiliser les entreprises, par une mécanique trop systématique, alors même qu'on souhaite les renforcer.

L'innovation financière doit permettre de mobiliser les acteurs publics et privés pour accélérer l'investissement dans les PME et ETI cotées et non-cotées. Cela peut se construire au travers de fonds de place par exemple, ou de *clubs deals*, notamment pour fédérer caisses de retraite et sociétés d'assurance. Ces investissements peuvent être réalisés en délégation directe ou à titre complémentaire, via des mécanismes mis en place par leurs associations professionnelles ou s'appuyant en partie sur la Caisse des Dépôts. On peut évoquer la relance des fonds NOVI, NOVO, NOVA, le fonds de place Emergence, ou encore les fonds « Climat deux degrés », pour lesquels la sélection de gérants est en cours. Dans la même veine, on peut citer les Fonds Tibi pour l'investissement, y compris en capital, dans les entreprises de forte croissance.

En complément, il peut être utile de lancer des initiatives au niveau national, mais surtout à l'échelle européenne, a minima sur les pays de la zone euro, pour développer les fonds *cornerstone*, c'est-à-dire capables d'investir dans des sociétés privées et cotées et d'accompagner des sociétés lors d'une introduction en Bourse, comme investisseurs de référence. Cela s'inscrirait dans la réflexion menée par la Commission européenne sur la création de fonds *cornerstone* par le Fonds Européen d'Investissement (FEI). Au-delà du soutien en capital à proprement parler, ces fonds sont essentiels pour mieux articuler l'activité de *private equity* et les exigences des marchés de capitaux, en matière de gestion de la liquidité.

Les initiatives coordonnées, françaises ou européennes, d'investisseurs de long terme sont extrêmement utiles pour orienter une part des actifs sur un type d'entreprises (fonds propres des ETI et PME), ou sur des secteurs spécifiques : technologie, santé, transition énergétique. Attention néanmoins à ne pas développer de manière trop forte une gestion d'actifs en quelque sorte pilotée par l'Etat, mais qui draine une part significative des actifs des institutionnels privés. Ce d'autant plus que l'Etat intervient le plus souvent dans une phase de crise, un peu dans l'urgence, quand la gestion institutionnelle se pense au regard d'enjeux de passif, et intrinsèquement sur le long terme.

3. Les TPE

Dès le début de la période de confinement, le Ministère des Finances a pris conscience du risque majeur qu'un arrêt d'activité de quelques semaines ou quelques mois ferait courir à de très petites entreprises. A été mis en place le mécanisme dit des PGE – Prêts Garantis par l'Etat.

L'Etat a accordé sa garantie jusqu'à 90%, via BPI France, aux nouveaux prêts délivrés par les établissements de crédit aux entreprises selon les conditions fixées par l'Arrêté du 23 mars 2020 accordant la garantie de l'Etat aux établissements de crédit et sociétés de financement,

pris en application de l'article 4 de la Loi n° 2020- 289 du 23 mars 2020 de Finances Rectificative pour 2020, publié au Journal Officiel du 24 mars 2020.

La garantie concerne les prêts de trésorerie d'un an, pouvant couvrir jusqu'à trois mois de chiffre d'affaires hors taxes, consentis entre le 16 mars 2020 et le 31 décembre 2020, sans autre garantie ou sûreté demandée à l'emprunteur. Sont exclues du dispositif les grandes entreprises de plus de 5000 salariés ou d'un chiffre d'affaires supérieur à 1,5 milliards d'euros. Le prêt présente les deux caractéristiques suivantes :

- ✓ un différé d'amortissement minimal de douze mois (le remboursement commence au bout d'un an) ;
- ✓ la faculté aux emprunteurs, à l'issue de la première année, d'amortir sur une période additionnelle de un, deux, trois, quatre, ou cinq ans (au bout de la première année de remboursement, possibilité d'étaler le remboursement jusqu'à cinq ans supplémentaires).

Sont éligibles les entreprises personnes morales ou physiques suivantes, et donc clairement des TPE ou petites PME de quelques salariés :

- ✓ artisans,
- ✓ commerçants,
- ✓ exploitants agricoles,
- ✓ professions libérales
- ✓ micro-entrepreneurs,
- ✓ associations et fondations (ayant une activité économique au sens de l'article 1er de la Loi n° 2014-856 du 31 juillet 2014 relative à l'économie sociale et solidaire), inscrites au répertoire national des entreprises et de leurs établissements mentionné à l'article R. 123-220 du code de commerce.

Au 24 juillet 2020, selon les statistiques de la Fédération des Banques Françaises, le montant cumulé des demandes recensées par les banques est de 121.2 milliards d'euros, en très faible augmentation par rapport au niveau du 9 juin (112.7 milliards d'euros), preuve que les demandes se sont concentrées sur les mois d'avril et mai, durant la période de confinement qui a arrêté l'activité de nombre d'entreprises. Le montant des demandes accordées est de 115.1 milliards, et le taux de refus sur les demandes éligibles est de 2.7%

Comme le montre le détail ci-dessous, les TPE sont les grandes bénéficiaires des PGE (chiffres mis à jour au 24 juillet 2020). Elles représentent 40% des montants accordés, mais 88.9% des entreprises bénéficiaires, et 93.7% du tissu productif.

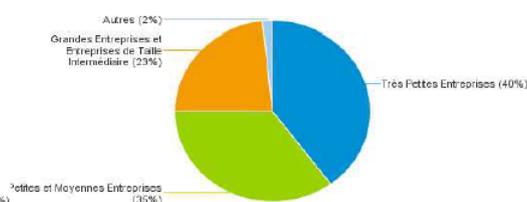
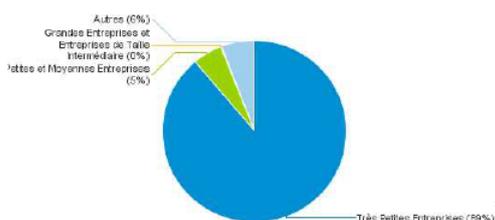
SUIVI BANQUE DE FRANCE DES ENTITES BENEFICIANT DU PGE AU 24 JUILLET 2020
Ventilation par Taille
(encours en milliards d'€)

Taille	Nombre de bénéficiaires		Montants accordés		Montant moyen accordé (en K€)	Part dans le tissu productif (en nombre d'entreprises) (2017)	Part dans la valeur ajoutée totale (2017)	Intensité recours au PGE (part montant / part VA)
	Nombre	Part dans le total	Encours	Part dans le total				
Grandes Entreprises	24	0,00%	13,878	12,17%	578 251	0,00%	32,90%	0,37
Entreprises de Taille Intermédiaire	1 013	0,18%	12,688	11,12%	12 526	0,20%	26,90%	0,41
Petites et Moyennes Entreprises	28 601	5,15%	40,073	35,14%	1 401	6,10%	23,70%	1,48
Très Petites Entreprises	493 005	88,85%	45,488	39,88%	92	93,70%	16,50%	2,42
Autres	32 209	5,80%	1,926	1,69%	60	-	-	-
Totaux	554 852	100%	114,053	100%	206	100%	100%	

Tableau réalisé sans 6 326 siren invalides ou non reconnus, sans les non-résidents pour un encours de 1,051 milliards d'€

Nombre d'entités bénéficiant du PGE
Suivi Banque de France au 24/07/2020

Montants accordés
Suivi Banque de France au 24/07/2020



Seuils appliqués pour définir la taille du bénéficiaire :

Tailles	Effectifs	Chiffre d'affaires	Total du bilan	Tailles	Effectifs	Chiffre d'affaires	Total du bilan
Très Petites Entreprises	< 10	< 2 millions d'€	< 2 millions d'€	Entreprises de Taille Intermédiaire	< 5 000	< 1,5 milliard d'€	< 2 milliards d'€
Petites et Moyennes Entreprises	< 250	< 50 millions d'€	< 43 millions d'€	Grandes Entreprises	>= 5 000	>= 1,5 milliard d'€	>= 2 milliards d'€

Banque de France - DG SER - DE - Service central des risques

Mise à jour le 30/07/2020

Les PGE sont d'abord une solution de trésorerie transitoire. Ils ont été un moyen rapide et efficace de donner du cash aux entreprises pour assurer leur survie durant le confinement. Mais ces prêts devront être remboursés d'ici un an, quand bien même ils n'ont financé aucune création de valeur, ni croissance, ni modernisation de l'activité.

Mais les chiffres détaillés de la Banque de France montrent qu'une grande partie des entreprises ayant obtenu un PGE n'ont normalement pas accès au crédit bancaire. Ainsi, plus de 70% des sociétés ayant obtenu un PGE étaient préalablement dans une situation fragile, avec une notation Banque de France inférieure à « assez faible ».

La question se posera d'une part du taux de défaut effectif dans le remboursement des prêts, et d'autre part de la possibilité de convertir ces dettes, qui constituent une réponse d'urgence, en quasi-fonds propres, afin d'accompagner les investissements pour relancer l'activité, et la développer de manière pérenne.

La titrisation des encours de prêts PGE pourrait constituer une option intéressante. Se pose la question du traitement de la garantie à 90% de BPI France. La titrisation doit-elle porter sur les 10% restants, avec une émission par les groupes bancaires eux-mêmes ? Ou être initiée par BPI, avec une forme de « transfert » des prêts au bilan des banques vers l'établissement public ?

II- Les Investisseurs

Si les besoins des entreprises sont désormais évidents, il est important de traverser le miroir, afin d'analyser comment les différentes natures d'investisseurs vont appréhender la problématique. L'écosystème ne peut fonctionner que si l'offre rencontre la demande.

Or, la période s'annonce complexe pour les investisseurs institutionnels, qui sont touchés par les conséquences de la crise Covid-19, à la fois sur leurs actifs et leurs passifs.

Pour tous, la priorité semble être de s'assurer à long terme de la capacité des adhérents à traverser la crise, sanitaire, économique et sociale. Cette priorité est particulièrement forte pour les institutions en relation avec les professionnels du bâtiment, pour les assureurs santé et les institutions de prévoyance, pour l'ensemble des caisses de retraite libérales, et plus spécifiquement pour les professions de médecins et de pharmaciens.

Pour les assureurs vie, la problématique de passif est liée au comportement des détenteurs de contrats d'assurance-vie, fonds en euros ou UC. Puiseront-ils dans leur épargne pour consommer ? Au contraire, constitueront-ils une épargne de précaution supplémentaire, en anticipations des chocs économiques et sociaux à venir ?

Les problèmes qui restent en suspens pour l'ensemble des investisseurs sont essentiellement liés aux éléments économiques et financiers, qui impactent à la fois les passifs et les gestions d'actifs.

1. Les enjeux d'investissement de long terme

La pensée « long terme » doit, encore davantage qu'avant la crise Covid-19, pénétrer les esprits, de même que la dimension « finance durable », sur la base de déficits stratégiques, pour un repositionnement sur des investissements en santé, sur les industries stratégiques relocalisées, et sur les énergies bas carbone, ...

Post crise, le risque est à un retour lent à la normale, que la Banque de France n'anticipe pas avant 2022, dans un contexte d'accroissement des déficits structurels, et d'endettement des entreprises dont les coûts de refinancement auront crû.

Les investisseurs espèrent que la zone euro améliorera ses règles budgétaires et favorisera la mutualisation de la dette vouée aux investissements productifs pour accroître la croissance potentielle. Le Green Deal présenté par la présidente de la Commission européenne, Ursula von der Leyen va dans ce sens.

Aujourd'hui, la Banque Centrale Européenne assure les Etats en dernier ressort. L'attente des gérants d'actifs est de favoriser l'affectation d'une partie de l'épargne domestique européenne, en direction des investissements stratégiques, sachant que cette crise historique va impacter la psychologie des investisseurs.

Les gérants institutionnels sont en quête de véhicules de placements, qui pourraient :

✓ Soit disposer d'une garantie, en générant un faible rendement, car concentrés sur l'obligataire de bon *rating* ;

✓ Soit être résolument investis en actifs risqués favorisant la génération de croissance à long terme.

Des groupes de travail sur l'opportunité de structurer des produits innovants de transformation de dettes, s'organisent au sein des différentes associations de place. Il est probable que, post-crise, les institutionnels puissent avoir une plus forte appétence pour de tels instruments.

Les acteurs institutionnels de la sphère publique auront incontestablement, dans les mois à venir, un rôle spécifique à jouer. On pense à la Caisse des Dépôts, mais surtout au Fonds de Réserve pour les Retraites, et aux caisses de retraite complémentaire de la fonction publique, dont 2 sont obligatoires - ERAFP pour les fonctionnaires et IRCANTEC pour les agents non titulaires - et PREFON régime ouvert à tous les agents publics. Ces trois caisses ont environ 60 milliards d'actifs en valeur de marché : elles ont déjà annoncé, tout comme le FRR, leur volonté de se positionner plus largement sur des investissements en actions françaises et européennes, cotées ou non cotées.

En outre, les régulations européennes – Solvabilité II, IORP, SRD II, ... - devront impérativement reconnaître le statut d'investisseur de long terme, et faciliter l'investissement qui renforce les fonds propres des entreprises, ou des infrastructures dans des secteurs désormais identifiés comme stratégiques : logement, santé, éducation, ...

Les régulations doivent cesser d'inciter tous les investisseurs à des gestions procycliques aggravantes, et au contraire favoriser des gestions de long terme, qui sont, elles, par construction, contrariantes et régulatrices des mouvements de volatilité des marchés.

Il est néanmoins important dans le contexte de ne pas sur-réglementer, ce qui est un réflexe fréquent post crises, et de laisser de la responsabilité et de la latitude aux investisseurs, dont les gestions d'actifs ont, dans la grande majorité, fait preuve de leur résilience dans la tempête boursière récente.

La crise actuelle, au-delà de sa dimension sanitaire, est le révélateur des excès d'une mondialisation insuffisamment maîtrisée.

Moins d'interdépendance entre les grandes régions du monde serait peut-être souhaitable à l'avenir... Des chaînes de production un peu plus locales seraient, d'une part, plus efficaces, et également moins consommatrices de carbone en limitant le transport. La démarche n'est néanmoins pas adaptée à tous les secteurs d'activité, compte-tenu des différences de coûts salariaux et de fiscalité des entreprises, entre les différents pays de production.

Il s'agit moins de construire « *le monde d'après* », que de penser le monde autrement. Les points clés à intégrer sont :

✓ Continuer à financer l'économie réelle, apporter des capitaux aux entreprises à tous les stades de leur développement.

✓ Redéfinir ce que sont les secteurs stratégiques d'une économie et encourager les entreprises à relocaliser les productions sensibles : pharmacie, technologie, électronique.

✓ S'assurer que les entreprises maîtrisent leurs chaînes d'approvisionnement et ne sont pas dépendantes, d'un seul fournisseur, d'un seul pays (Chine) ...

Beaucoup anticipent des bouleversements importants du secteur de la santé et de son mode de fonctionnement. Sont cités le rôle réaffirmé du médecin généraliste, l'apport de la télémédecine, de nouvelles relations entre médecine de ville et système hospitalier, des complémentarités à retrouver entre secteur public et secteur privé, le financement accru de projets de recherche, ...

En termes d'investissements institutionnels, cela se traduira probablement à moyen terme par un renforcement du secteur santé dans les portefeuilles : via les actions cotées du secteur, des produits de capital-investissement spécialisés, mais aussi au travers d'infrastructures ou d'immobilier liés à la santé, et sans doute également à la *silver economy*, ou via des investissements dans des entreprises de technologie, de type plateformes de téléassistance, services à distance, cabines de diagnostic médical, ...

C'est la suffisance de l'épaisseur stratégique d'un système qui lui permet de survivre et de reprendre l'ascendant. Le système français sera d'autant plus efficient qu'il aura pour assise une forte collaboration européenne.

Constituant essentiel de l'épaisseur stratégique, les réserves - aux dimensions multiples - sont l'élément majeur de réponse à la surprise stratégique : le cas des masques de protection n'en n'est que la dernière preuve. Ces réserves permettent de préserver la liberté et la capacité d'action malgré l'imprévu et le hasard.

Ce qui prévaut pour le matériel sanitaire s'applique également au domaine financier. Un système de retraite, surtout s'il a une forte dimension par répartition, ne sera pérenne que s'il repose sur un montant élevé de réserves : c'est la seule garantie qui sera donnée aux jeunes générations d'assurer le paiement futur de leur retraite.

2. La mobilisation de l'épargne

L'enjeu majeur est d'encourager l'épargne longue et l'investissement en actions.

La problématique est lancinante en France depuis la création des Sicav dites Monory en 1978. Mais le besoin n'a jamais été aussi aigu.

Le prérequis indispensable est un cadre fiscal stable. Il est essentiel de ne pas remettre en cause les allègements sur la fiscalité de l'épargne de la réforme de 2018 : transformation de l'ISF en IFI, et Prélèvement Forfaitaire Unique.

On pourrait même imaginer un aménagement IFI-PME, qui permettrait de s'exonérer en 2020 et 2021 du paiement d'une partie de l'IFI, sous condition d'investissement au capital d'une PME. Une autre piste serait, sur trois ans, un mécanisme d'exonération des plus-values, dans certaines conditions et limites, lorsqu'elles sont réinvesties dans des PME, ce qui existait dans le cadre de l'ISF et n'a pas été reconduit pour l'IFI.

L'idée d'une harmonisation progressive de la fiscalité de l'épargne au niveau européen doit être reprise, comme l'a récemment recommandé un groupe d'expert auprès de la Commission Européenne, afin de favoriser l'épargne longue investie dans le financement des entreprises plutôt que l'épargne courte et sans risque.

La Loi PACTE de 2018 a mis en place des mécanismes incitatifs pour favoriser les contrats d'assurance vie « euro-croissance » investis dans les entreprises, ainsi que l'épargne salariale et l'assouplissement du PEA PME. Les besoins induits de la crise Covid-19 nécessitent d'aller plus loin dans la démarche, par exemple par la mise en place de nouveaux mécanismes pour inciter les stocks d'épargne, à s'investir dans les entreprises.

Une première piste pourrait être de faciliter l'augmentation de la part des actifs non cotés au sein des contrats d'assurance-vie et de favoriser les UC – Unités de Compte - sur ce type d'actifs. Cela pourrait passer notamment par un assouplissement des règles d'éligibilité des fonds de long terme (par exemple les ELTIF / FEILT - Fonds européens d'investissement de long terme) au sein des produits d'assurance-vie, aujourd'hui trop stricts, limitant de ce fait l'accès des investisseurs non professionnels à ces types de fonds.

Bien entendu, cela induit une remise en cause du principe de rachat possible à tout moment des contrats d'assurance-vie investis sur ces supports, et d'un blocage des capitaux déposés sur plusieurs années.

Un second axe pourrait être d'accélérer la reprise de l'investissement des particuliers en actions, notamment par une mobilisation des réseaux bancaires comme des conseillers en patrimoine, en développant les véhicules d'épargne longue : fonds de long terme, inspirés des ELTIF dont une révision est en cours, investis fortement en actions cotées et non cotées, en infrastructures, ... Actuellement, l'épargne ne finance pas suffisamment la croissance des entreprises, puisque seulement 11% de l'épargne des Français est allouée aux fonds propres des entreprises. La notion d'investissement de long terme n'est pas l'exclusivité des investisseurs institutionnels. Il est important d'inciter les épargnants à investir régulièrement - pour ne pas le faire à contre-temps - et à allonger l'horizon d'investissement.

Il faut, dans le même temps, poursuivre et encourager, dans le prolongement de la Loi PACTE, les objectifs d'orientation de l'épargne vers le long terme à travers les dispositifs d'épargne salariale et d'épargne retraite, facteur de stabilité du capital des entreprises françaises. Les salariés des PME ne bénéficient pas encore suffisamment de l'intéressement et de la participation. Seuls 16% des salariés des entreprises de moins de 50 personnes sont couverts par au moins un dispositif d'épargne salariale.

L'actionnariat salarié, en tant que dispositif qui vise à faire entrer durablement les salariés d'une entreprise dans le capital de cette dernière, doit être plus largement mis en place. Le rôle immédiat de l'actionnariat salarié consiste à constituer une épargne et à susciter l'implication du salarié dans son entreprise. L'actionnariat salarié peut être également perçu comme un mécanisme de protection en cas de tentative de prise de contrôle (inamicale) d'une entreprise par une autre ou plus couramment par un investisseur institutionnel.

Le transfert d'une part de l'épargne actuelle vers les actions est d'autant plus nécessaire qu'on ne peut pas structurellement détruire de la dette sans détruire de l'épargne. Sinon, on ne réussit qu'à créer une crise de confiance, qui n'a que deux issues possibles, toutes deux à

impact négatif : une sortie par l'inflation, qui pénalise les rentiers, ou une sortie par un krach financier et immobilier, qui affecte l'ensemble des épargnants.

3. Impacts de mesures de risques

Progressivement, depuis l'éclatement de la bulle Internet en 1999, et surtout depuis la crise financière de 2008, pour tous les investisseurs, institutionnels comme particuliers, la notion de risque est devenue prioritaire sur celle de rendement dans le choix des actifs. Et cela est un frein naturel à l'accroissement des parts d'actifs risqués dans les portefeuilles. Cela n'est pas propre à la France : on constate cette même réalité dans la structure des portefeuilles des assureurs européens.

En conséquence, le comportement qui prévaut en matière d'investissement est celui de l'approche dite « *de la personne prudente* ».

C'est implicite chez beaucoup d'investisseurs. Pour les assureurs, institutions de prévoyance et mutuelles, la formulation a été explicitée dans le cadre de la Directive Solvabilité II, entrée en vigueur au 1^{er} janvier 2016. A noter que la formule est reprise dans le projet de Directive IORP, concernant les fonds de pension européens, qui devrait s'appliquer à partir de 2023.

Ainsi, l'article 132 de la Directive Solvabilité II définit le principe de la « *personne prudente* » : « *Les entreprises n'investissent que dans les actifs et instruments présentant des risques qu'elles peuvent identifier, mesurer, suivre, gérer, contrôler et déclarer de manière adéquate, ainsi que prendre en compte de manière appropriée dans l'évaluation de leur besoin global de Solvabilité* ». En droit français, cela est repris dans l'article L 353-1 du Code des Assurances.

En conséquence, les risques des actifs sur lesquels l'assureur investit doivent être identifiables, mesurables, gérables et contrôlables. Pour les actifs en représentation des engagements, i.e. fonds généraux et unités de compte, cela signifie qu'il faut des actifs garantissant la sécurité, la qualité, la liquidité et la rentabilité. Les actifs doivent être disponibles, sans qu'un risque de liquidité n'ait été intégré dans la formule standard. Pour les unités de compte, il y a nécessité d'un strict adossement actif-passif. Enfin, pour les indemnités de fin de carrière et les contrats très longs, les actifs doivent disposer d'une sûreté et d'une négociabilité appropriées.

Pour les contrats se référant à des unités de compte qui comprennent une garantie de performance financière ou toute autre garantie, les entreprises d'assurance pourront détenir, selon l'article R353-1 du Code des Assurances, et uniquement afin de couvrir les provisions techniques prudentielles établies des instruments dérivés dans la mesure où ils contribuent à réduire les risques ou s'ils favorisent une gestion efficace du portefeuille et des actifs non admis à la négociation sur un marché réglementé, maintenus à un niveau prudent.

Dans tous les cas, les règles d'investissement sont très contraintes, et ne favorisent pas des réallocations importantes en faveur d'actifs risqués, alors même qu'une partie significative des courbes de taux des Etats de la zone euro est en territoire négatif, et que le scénario du « *low for longer* » (taux bas pour longtemps) fait pratiquement consensus.

Les actions sont souvent perçues comme plus dangereuses que les obligations pour la solvabilité des assureurs. Cependant, il est important d'analyser le comportement d'obligations *corporate*, pour comprendre le risque de rester investi majoritairement sur des produits de dettes pour les assureurs.

La formule standard de calcul du SCR – *Solvency Capital Requirement* – sur les actions est contracyclique. En mars 2020, le SCR actions a diminué fortement après la baisse du marché. La formule standard de Solvabilité II comporte, dans son module sur le risque de marché, un sous-module spécifique pour le risque de crédit, appelé risque de *spread*. La formule standard cherche à estimer la perte de fonds propres qui résulterait d'une diminution soudaine de la valeur des obligations et de prêts, provoquée par une détérioration des *spreads* des émetteurs en portefeuille.

La formule standard du SCR crédit est très procyclique : le SCR crédit croit fortement lorsque l'économie ralentit et que les notations sont revues à la baisse. Les agences de notation ont commencé à dégrader les notations dès mars 2020, ont mis de nombreux émetteurs sous surveillance avec une perspective négative. Elles annoncent une poursuite du mouvement pendant au moins un an, et anticipent une très forte montée des défauts. Ceci rend donc les obligations privées sont aujourd'hui particulièrement dangereuses pour la solvabilité des assureurs.

Le calcul implique que plus l'obligation a une sensibilité élevée et plus l'échelon de crédit traduit une obligation comportant un fort risque de crédit, plus le choc est important, et donc plus le montant de fonds propres à allouer au choc augmente. La dégradation actuelle des notations conduit à accroître de près de 18% le SCR *spread*, au moment où la dépréciation des obligations diminue la valeur de l'actif de 6%.

Au-delà du seul SCR *spread*, il ne faut pas oublier deux risques collatéraux. D'une part, l'absence de liquidité d'obligations dégradées peut rendre impossible la cession de ces titres, même en moins-value. D'autre part, l'émetteur peut faire défaut.

La procyclicité de la formule standard vis à vis des notations conduit donc mécaniquement à une dégradation de la solvabilité, plus forte que les effets d'une baisse des actions dont le SCR bénéficie d'une formule standard contracyclique.

4. Des contraintes réglementaires à assouplir

Pour encourager une reconstitution d'une poche actions significative dans les portefeuilles assurantiels, en particulier en assurance vie et retraite, il est essentiel de poursuivre l'allègement des contraintes réglementaires qui limitent les investissements en fonds propres des investisseurs institutionnels - sociétés d'assurance et mutuelles, mais également caisses de retraite, ..., et des banques.

La combinaison des normes IFRS et de Solvabilité II, accentue pour les assureurs un biais de court-terme peu incitatif au financement en fonds propres des entreprises ou en infrastructures.

Le trou généré en quelques semaines de confinement sur la dette sociale implique de proroger la CADES jusqu'en 2033 (au lieu d'une clôture fixée en 2024), et impliquera la poursuite de contributions annuelles fortes de la part du Fonds de Réserve pour les Retraites, qui devrait

pourtant être, par structure, un investisseur de long terme, avec une proportion significative d'actions dans son portefeuille.

Les caisses de retraite libérales, qui ont puisé dans leurs réserves pour soutenir leurs cotisants au printemps 2020, peuvent être sollicitées par l'ACOSS pour remonter une partie de leurs excédents de trésorerie (au-delà de leur seuil légal de détention).

Autant d'acteurs, gestionnaires de réserves à long terme, qui sont sollicités pour financer à court terme une partie des effets du choc Covid-19 sur les comptes publics.

Certains assouplissements réglementaires récents ont néanmoins été confortés par les régulateurs, européens et nationaux, ces dernières semaines, preuve que les autorités ont, elles aussi, pris conscience des enjeux économiques qui se jouent maintenant.

Une des mesures phares de la révision Solvabilité II de mars 2019, qui n'était pas dans les propositions initiales de l'EIOPA, a été la création d'une sous-classe d'actions dites « de long-terme » bénéficiant d'un coût en capital de 22%, au même titre que les participations stratégiques et le module actions fondé sur la durée. Tous les investissements en actions dans l'espace économique européen qui sont détenus sur le long-terme (actions type 1, actions type 2, cotées ou non cotées, infrastructures) peuvent bénéficier d'une charge en capital amoindrie, sous certaines conditions :

- ✓ l'horizon d'investissement d'au moins 5 ans,
- ✓ la capacité de l'assureur à détenir ces titres dans la durée et à éviter la vente forcée en cas de stress sur les marchés,
- ✓ la gouvernance du processus d'investissement,
- ✓ et la robustesse de la gestion actif-passif (identification claire des engagements au passif couverts par ces investissements).

Tout cela doit être précisément justifié dans les politiques écrites de l'entreprise.

Les conclusions de la révision 2020, initialement attendues en juin, ont été reportées à décembre par l'EIOPA. Espérons qu'elles s'inscriront dans la continuité des travaux de l'an passé.

Attention néanmoins à la tentation d'intégrer risque de changement climatique et risque de pandémie dans le module « assurance dommages » de la formule standard... ce qui conduirait à une charge en capital supplémentaire pour les assureurs.

Sur le risque de marché, l'EIOPA considère que l'approche actuelle du risque de taux est inappropriée pour mesurer le risque de taux d'intérêt dans l'environnement économique actuel, caractérisé par des taux constamment bas : elle présente des lacunes qui conduisent les acteurs à sous-estimer le risque de taux d'intérêt réel, et donc à sous-estimer leur besoin en fonds propres. L'approche actuelle, calibrée à partir des données antérieures à 2009, consiste à appliquer, pour chaque maturité, un choc relatif (positif ou négatif) aux taux spot, en tenant compte d'un *floor* absolu de 1 % si le choc est à la hausse et d'un cap égal à 0 si le choc est à la baisse.

Deux évolutions qui pourraient exiger des fonds propres supplémentaires de la part des assureurs, et constitueraient un frein à revenir investir plus largement sur les actions.

De même, il importe de favoriser l'intervention des banques qui se portent contrepartie des opérations sur les marchés dans le cadre de la transposition à venir des accords de Bâle III au niveau européen. Cette transposition est sensée intervenir au second semestre 2020 (proposition de Directive CRD VI et de Règlement CRR III).

On espère également plus de souplesse de la part de l'IAS Board sur les normes comptables, pour « accompagner » au mieux la relance.

Un premier pas a été franchi le 27 mars, quand l'IASB s'est prononcé sur la comptabilisation des pertes de crédit attendues en application de la norme IFRS sur les instruments financiers dans les circonstances exceptionnelles actuelles. Cela s'est fait de manière coordonnée avec les décisions de l'ESMA et de l'EBA. Le 25 mars, l'ESMA a communiqué sur les implications comptables de l'épidémie de Coronavirus sur le calcul des pertes de crédit attendues en accord avec la norme IFRS 9. Parallèlement, l'EBA a publié un communiqué sur l'application du cadre prudentiel concernant le défaut et les concessions accordées (mesures de *forbearance*) et IFRS 9 à la lumière des mesures prises pour soutenir les entreprises.

Ces communiqués soulignent l'importance du jugement dans la mise en œuvre des principes d'IFRS 9 et la flexibilité qui en résulte en termes de classement et d'évaluation du risque de crédit des instruments financiers pour refléter de manière fidèle dans les états financiers le contexte exceptionnel lié à la pandémie du COVID-19 et aux dispositifs législatifs et réglementaires mis en œuvre dans ce cadre pour soutenir les économies.

III- Les Marchés Financiers

1. Un rôle clef d'intermédiation

Pour qu'émetteurs et investisseurs se rencontrent, sur la base de gisements de titres, l'existence d'intermédiaires, brokers ou plateformes, est indispensable, y compris dans le cas de transactions de gré à gré.

Née de la première Directive Marchés d'instruments financiers (MIF I), l'internalisation systématique ou la possibilité pour les entreprises d'investissement d'exécuter les ordres de leurs clients face à leur compte propre et non sur les plateformes traditionnelles a été confirmée avec MIF II.

Depuis le 3 janvier 2018, les prestataires de services d'investissement ont, en effet, l'obligation de négocier les actions sur des marchés réglementés, des systèmes multilatéraux de négociation ou sur des internalisateurs systématiques. Alors que la Commission européenne a commencé ses consultations en vue d'une réforme technique de MIF II, l'Autorité des marchés financiers a souhaité examiner plus en détail le rôle de ces internalisateurs systématiques sur la structure du marché français.

Dans une étude publiée en mai 2020, le régulateur dresse le panorama des internalisateurs systématiques présents sur le marché français, au nombre de 36, qui peuvent être soit des banques d'investissement, soit des apporteurs de liquidités électroniques à haute fréquence. Sur le premier trimestre 2020, selon les mois, ils ont représenté entre 15 et 20 % des montants échangés sur les actions françaises.

L'étude de l'AMF se concentre plus particulièrement sur l'apport des internalisateurs systématiques en termes de transparence sur les intérêts à l'achat et à la vente (prix offerts et quantités disponibles à ces prix), ce que l'on appelle la transparence pré-négociation, donc au processus de formation des prix sur le marché et aborde la question de la qualité des prix offerts par les internalisateurs systématiques.

Hors opérations intragroupe, les internalisateurs déclarent leurs transactions comme participant à la formation des prix pour des montants représentant 8 à 10 % des volumes globaux échangés sur les valeurs françaises. En croisant ces mêmes transactions déclarées comme participant à la formation des prix et les prix et quantités offerts publiquement, il ressort que les transactions faisant l'objet de la transparence pré-négociation représentent 22 % des montants échangés sur les internalisateurs durant la phase des échanges en continu, pour les valeurs françaises liquides. Cette proportion équivaut à 1,4 % des montants globaux échangés sur le marché durant cette phase de la séance sur ces mêmes valeurs.

La vraie question va consister en la capacité de développer des transactions effectives sur les PME et ETI, dont le flottant de capital est par nature faible, et donc peu liquide.

2. L'enjeu de la liquidité

Quatre enjeux principaux semblent importants, dès lors qu'on demande à des investisseurs, professionnels ou particuliers, de se positionner sur des actifs peu liquides, et de les conserver en portefeuille un certain temps, pour accompagner le renforcement des fonds propres de PME et ETI.

Le **premier enjeu** concerne les systèmes d'information. Les données historiques relatives aux instruments financiers détenus en portefeuille – en direct, via mandats ou via fonds - sont stockées dans ce système. Elles permettent de calculer l'exposition du portefeuille aux différents types de risques – marché, crédit, liquidité, ..., via des calculs statistiques basés sur les séries historiques de prix de transaction, de fourchettes, de volumes ou de notations.

Le **second enjeu** concerne la compréhension des passifs, et donc du comportement des clients, détenteurs de parts de fonds ou souscripteurs de contrats d'assurance vie. Une bonne maîtrise du risque de liquidité à une date donnée demande une vision prospective permettant d'anticiper les souscriptions et rachats futurs. En effet, sans idée très précise des scénarios de rachats probables, le gérant doit investir une partie de son portefeuille dans des instruments liquides immédiatement disponibles, cela pour couvrir une partie des éventuels rachats sans avoir à vendre à perte des actifs illiquides. Une meilleure connaissance des enjeux de passif permet de mieux gérer l'exposition au risque de liquidité et d'investir un pourcentage plus important du portefeuille en instruments financiers illiquides. Anticiper les mouvements potentiels de passif passe par le développement de modèles statistiques plus ou moins sophistiqués, avec la mise en œuvre de scénarii de stress.

Le **troisième enjeu** pour les investisseurs institutionnels ou les sociétés de gestion concerne le lien entre connaissance des mouvements possibles de passif et gestion du risque de liquidité. Dans l'absolu, les modèles de risque devraient tenir compte à la fois des caractéristiques du portefeuille – le risque de liquidité de marché -, et de la manière dont ce portefeuille est financé par les clients – le risque de liquidité de financement. Un gérant peut investir dans des actifs illiquides sans souffrir d'une exposition trop grande à la liquidité si son financement s'appuie sur l'apport de clients de long terme. Inversement, un portefeuille investi en actifs très liquides peut porter un risque de liquidité, si son passif est de duration courte. Il est donc essentiel de bien prendre en compte les deux dimensions et de trouver la manière de lier le calcul final du risque à la structure du passif.

Ceci est un véritable enjeu dans la période actuelle où beaucoup d'investisseurs institutionnels doivent gérer d'importantes incertitudes quant à la duration et à la stabilité de leurs passifs : tous les acteurs du monde de la retraite, mais également les assureurs-vie, ne sachant pas si leurs clients sont susceptibles de retirer leur épargne pour faire face à la crise.

Le **quatrième enjeu** concerne la réglementation des fonds ouverts. Il est en effet possible de réduire l'écart de liquidité entre l'actif et le passif d'un fonds en demandant au gérant d'imposer aux clients des restrictions de liquidité. Différents mécanismes permettent d'allonger l'horizon moyen d'investissement d'un client. Cette démarche, qui revêt multiples formes – *swing pricing*, *gates*, ... - sera-t-elle nécessaire pour les fonds qui souhaiteront se

positionner fortement, voire majoritairement ou exclusivement, sur des titres hybrides de renforcement à terme des fonds propres des entreprises ?

3. Les problématiques de valorisation

La question clef est comment dénouer le nœud Gordien entre structure financière et valorisation. En effet, tout exercice de valorisation doit reposer sur une *due diligence* à la fois économique et comptable.

D'une part, sur le plan économique, l'évolution dans la rentabilité des capitaux engagés est de plus en plus influencée par la mise à la « *fair value* » du bilan : prise en compte de l'impact de l'ESG sur les provisions dans les secteurs très exposés comme l'énergie, ou retraitement de l'IFRS 16 qui « pollue » fortement la comparabilité du *free cash-flow*, des frais financiers, de la dette et des capitaux engagés avec les entreprises appliquant les US GAAP.

De ce fait, comme l'ont formalisé les agences de notation dans leur méthodologie, le jugement de l'analyste doit primer sur la force du modèle économique, c'est-à-dire sur la rentabilité des capitaux engagés, tant pour le secteur que vis-à-vis des concurrents.

D'autre part, sur le plan comptable, la complexité croissante des normes accroît le risque de voir apparaître des entreprises « zombies », qui cherchent à masquer la dégradation de leur rentabilité économique par des opérations d'habillage de bilan, c'est-à-dire optimisation du *free cash* par la confusion entre *cash financier* et *cash opérationnel*.

Sur la base de ces deux facteurs, la méthode d'évaluation des entreprises dite DCF – *Discounted Cash Flows* – qui consiste à actualiser les flux futurs de trésorerie pour déterminer la valeur d'une entreprise, doit être profondément revue. En effet, les données comptables actuelles nécessitent des retraitements de plus en plus complexes, tant sur le calcul du *free cash-flow*, que de l'interaction entre le montant de la dette et coût du capital.

Le point crucial est de valoriser les actifs de manière fiable dans un monde en expansion monétaire perpétuelle. La question est essentielle d'autant que la monnaie de référence est purement fiduciaire. De plus, avec des taux à zéro, la convention d'évaluation des flux futurs par l'actualisation ne sert plus à rien ; avec des taux négatifs, elle devient absurde.

De même, la convention de valorisation des actifs par les prix de marché imposée depuis plus de vingt ans par la FASB et l'IASB n'a plus de sens : les marchés financiers, déjà reconnus comme inefficients par les scientifiques, ne révèlent plus rien d'autre que l'expansion monétaire continue. Dès lors, les calculs de risque qui utilisent des données de marché perdent pertinence et crédibilité. Le brouillard s'installe, conduisant à une perception erronée des triptyques valorisation-rendement-risque.

En outre, faire converger prix et valeur impose de réconcilier données comptables et ratios financiers.

L'écart important qui s'est creusé entre les Etats Unis et l'Europe pour la valorisation boursière des entreprises de haute technologie accroît la tentation pour les entrepreneurs d'avoir recours au monde du *private equity US* plutôt qu'à celui de l'introduction en Bourse.

L'urgence est de permettre aux entreprises européennes de retrouver leur souveraineté en termes de communication financière face à la puissance considérée comme excessive des

fournisseurs de données (tous américains désormais, après acquisitions des opérateurs européens) et des actionnaires activistes : la responsabilité des dirigeants, des commissaires aux comptes, des analystes et plus encore des régulateurs est de faire converger soldes comptables et ratios financiers.

Permettre une interprétation financière non biaisée de la comptabilité constituait l'objectif initial de l'IASB à travers son projet « *Better Communication* » qui devait mettre les normes comptables « *au service de la communication financière des entreprises* ».

Cependant, cet objectif est compromis par le fait que le calcul du prix (comparaison des ratios) et le calcul de la valeur (actualisation des *cash flows*) sont fortement impactés par la difficulté grandissante à réconcilier normes IFRS et US GAAP, et plus largement entre réglementations européennes et américaines, ou anglo-saxonnes. Ainsi, si le principe de la « personne prudente » de Solvabilité II s'appliquait au sens premier aux Etats-Unis, la valorisation des GAFA serait sans doute fort éloignée des cours de Bourse actuels.

Dans un 1^{er} temps, la solution serait de transposer le modèle du *Financial Lab* du Financial Reporting Council : la méthode consiste à proposer des « bonnes pratiques » aux entreprises d'un même secteur en termes de transparence comptable visant à rendre les ratios « *clear & simple* ».

Dans un 2^{ème} temps, le recours à la taxonomie XBRL, de manière concertée entre l'ESMA et la SEC, pourrait permettre aux entreprises de reprendre le contrôle de leurs ratios financiers en exerçant une *due diligence* sur les retraitements effectués par les *data providers* pour réconcilier les écarts entre normes IFRS et US GAAP.

4. L'importance d'une analyse financière indépendante

Le rapport Giami - EliNamer, « Constats, enjeux et recommandations » sur la recherche financière présenté à l'AMF et publié en janvier 2020 a confirmé l'impact négatif de la réglementation MIF II sur la recherche couvrant les petites et moyennes capitalisations (PMC). En effet, cette réforme a introduit le principe d'*unblinding* qui dissocie le paiement de la recherche de celui des autres services fournis par un broker. La recherche est désormais une prestation distincte et doit être financée en tant que telle.

S'il n'y a pas assez d'investisseurs prêts à payer de la recherche sur un titre, les analystes renoncent à la produire. C'est ce qui s'est passé sur le segment des petites et moyennes capitalisations pour lesquelles la recherche s'est tarie, mettant en péril le financement et la liquidité de ces titres.

La question va donc se poser de manière encore plus aiguë sur toutes les ETI et PME, le plus souvent non cotées, susceptibles d'émettre des titres pour renforcer leurs fonds propres.

La recherche sponsorisée peut être l'une des solutions pour pallier cette situation ; elle consiste à faire payer la recherche par l'émetteur lui-même.

Cela fait relativement consensus sur la Place.

Ainsi, l'AF2I et l'AFG soutiennent la Charte de bonnes pratiques relative à la recherche sponsorisée élaborée par la SFAF, notamment :

- ✓ La diffusion large et accessible à tous les investisseurs,
- ✓ La transparence sur le caractère sponsorisé de la recherche, lequel devra figurer en première page du document de recherche,
- ✓ Les règles de bonne conduite des analystes et des émetteurs y compris les modalités de paiement afin de réduire au minimum le conflit d'intérêts,
- ✓ La prise en compte des critères extra-financiers.

5. L'accélération nécessaire de l'éducation financière des épargnants

Il subsiste en France un phénomène qui perdure depuis des années, et inquiétant : faute de formation économique et financière suffisante, les citoyens, qui sont aussi épargnants, ne font pas, dans leur grande majorité, la différence entre dettes et capital.

Les modes de sauvetage des entreprises, souvent en urgence, entretiennent ce flou. L'exemple actuel d'Air France est typique. L'Etat apporte 5 milliards à Air France. Le Ministre de l'Economie, Bruno Le Maire, demande dans ces conditions à la société d'acquiescer de nouveaux appareils moins polluants et de ne pas licencier, donc d'investir dans l'avenir. Or, Air France a besoin de cet apport pour compenser les pertes dues à l'arrêt quasi-total de ses avions de mars à juin 2020. Air France se retrouve finalement avec une dette supplémentaire de 5 milliards et doit licencier près de 20% de ses effectifs.

C'est le débat de la dette qui finance la dette, ou les déficits courants, comparée à la dette qui finance des investissements.

Un point rassurant a néanmoins été apporté par l'AMF dans le cadre d'une étude réalisée en avril 2020.

A la suite des forts mouvements de marchés observés courant mars dans le cadre de la crise créée par la pandémie liée au Covid-19, l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) a souhaité étudier le comportement des investisseurs particuliers sur les marchés actions.

Grâce au reporting des transactions, issu de la directive MIF II, il est possible d'étudier le comportement des clients particuliers des établissements français sur la période. En détaillant les volumes traités par les particuliers pendant les 6 semaines de forte volatilité des marchés observée en février et mars, les analyses confirment la tendance d'achats d'actions par les particuliers. Les achats d'actions françaises par des particuliers ont été multipliés par 4 au mois de mars 2020, dans un volume global multiplié par 3.

Parmi les nombreux acheteurs d'actions de cette période, une part significative sont des nouveaux clients ou des clients très peu actifs sur une période récente : plus de 150 000 nouveaux investisseurs ont acheté des actions du SBF 120 au mois de mars 2020. Les actions composant le SBF 120 représentent 80% des montants négociés par des particuliers français. Ces nouveaux clients ont entre 10 et 15 ans de moins que les investisseurs habituels sur actions françaises. Ils ont investi des montants plus réduits que les investisseurs habituels (ce qui est cohérent avec les volumes habituellement traités en fonction de l'âge des investisseurs).

IV- Les solutions de financement possibles

« LA » bonne solution au problème de la détention du capital des entreprises n'existe pas. On peut cependant estimer que le danger le plus important pour la gestion des investissements à long terme des entreprises, quelle que soit leur taille, est le développement des « raiders ». Le risque est sans doute accru après la crise sanitaire, puisque, comme l'explique Olivier Passet, directeur de l'Institut Xerfi, « *la primauté des fonds de gestion dans la capital des entreprises* », qui n'a pas été fragilisée par la crise, continuera à faire préférer à de nombreux fonds un portefeuille d'actifs remaniables, avec des opportunités de cessions, concentrations et autres opérations transnationales...

Et ceci dans un contexte où la baisse des revenus des ménages, inhérente à la crise, leur fera préférer le « *low cost* », le *Made in China* plutôt que le *Made in France*, et où la dégradation inédite de la rentabilité des entreprises les conduira à privilégier la sous-traitance, au détriment de la proximité et de la sécurité normative.

La Banque de France anticipe sur 2020 et 2021 15 à 20 000 faillites supplémentaires, s'ajoutant aux 50 000 faillites annuelles enregistrées en moyenne depuis vingt ans.

Les dirigeants ayant un temps limité pour sauver leur société, les plans de cession pourraient être plus nombreux que les plans de continuité d'activité, plus complexes à mettre en œuvre. L'autre alternative sera la mise en œuvre de solutions négociées avec les créanciers, soit sous forme de plans de reprise, soit sous forme de dilution des actionnaires existants. Les créanciers, devenus nouveaux propriétaires, seront en capacité d'imposer un nouveau management, voire d'évincer les dirigeants historiques.

Dans les deux cas, les tribunaux privilégieront les plans qui permettent la sauvegarde de l'emploi, même si ce n'est qu'à 70 ou 80%. Dans certains types d'activité, on assistera sans doute à des opérations de rachats par les salariés.

Il existe déjà plusieurs solutions pour assurer aux entreprises une certaine protection du capital. Certaines peuvent avoir besoin d'être actualisées, ou modernisées, mais les instruments existants méritent d'être regardés.

L'analyse qui suit ne vise pas à être une liste exhaustive, mais un regard de l'existant, des possibilités d'adaptation à la situation actuelle, en partant de ce qui relève déjà clairement des fonds propres, jusqu'aux solutions de dettes, potentiellement convertibles, ou susceptibles d'être considérées comme des quasi-fonds propres.

1. Les solutions existantes, alternatives de consolidation des fonds propres

a. La Commandite

La commandite est une protection absolue. C'est déjà du capital.

Le mot "commandite" désigne deux catégories de sociétés : les sociétés en commandite par actions et les sociétés en commandite simple.

La société en commandite par actions est une forme de société de capitaux caractérisée par la présence de deux types d'associés, d'une part, les « commanditaires », leur nombre ne peut

être inférieur à trois, qui ne supportent les pertes de l'entreprise qu'à concurrence, chacun, de la valeur de leurs apports, et d'autre part, les « commandités » qui ont la qualité de commerçants et qui répondent indéfiniment et solidairement des dettes de la société.

Les commandités ne peuvent, ni faire partie du conseil de surveillance, ni participer au vote pour la désignation des membres de ce conseil.

Dans les sociétés en commandite simple, les commandités ont le même statut que les associés des sociétés en nom collectif.

La contrainte majeure reste une bonne entente entre associés, commanditaires et commandités, sur la stratégie de l'entreprise, ses options de développement, et ce de manière permanente et récurrente, pour ne pas créer de blocage. Chocs sur le modèle économique ou tentative d'acquisition par une société tiers sont les deux principaux cas de divergences de vue entre associés.

On se souvient de la bataille Hermès-LVMH. Malgré l'appui de membres importants de la famille qui contrôlaient Hermès, LVMH n'a pas pu s'en emparer. Pourtant, par des achats d'options, il avait pu contourner les règlements qui obligent à une certaine publicité les achats d'actions d'une société au-delà d'un certain pourcentage de titres.

Même si elle reste d'application limitée, la solution de commandite peut être regardée pour les entreprises dont on considère qu'elles relèvent de secteurs stratégiques : bio et fintechs, secteur de la santé, de l'innovation industrielle, IA, voire luxe, agro-alimentaire, ...

b. Les « poison pills »

La pilule empoisonnée, « *poison pill* » dans le jargon anglo-saxon, est une clause destinée à se protéger d'une prise de pouvoir inamicale par un groupe ou une société hostile. Elle peut prendre de multiples formes : il peut s'agir d'une possibilité offerte d'émettre des actions supplémentaires, d'attribuer des options d'achat d'actions destinées à augmenter le nombre d'actions en circulation, ou d'avantages offerts aux clients en période d'OPA hostile. Il s'agit plus globalement d'un ensemble de mesures financières, juridiques, comptables ou réglementaires destinées à contrecarrer une prise de contrôle non souhaitée.

Dans tous les cas, l'O.P.A. devient si coûteuse que le prédateur a plus de difficulté à assurer son rachat.

La pilule empoisonnée peut prendre la forme d'une petite filiale présente dans un groupe. L'outil est utilisé en particulier quand la filiale opère dans un secteur « sensible » : cela oblige l'acquéreur éventuel du groupe à obtenir le feu vert d'une autorité gouvernementale.

Les sociétés ayant des activités militaires entrent dans cette catégorie. Ce type de défense avait été envisagé des deux côtés de l'Atlantique lorsqu'Alcatel avait fusionné avec Lucent. Chacune des deux sociétés ayant des activités dans le domaine des équipements militaires, la cession de celles-ci à des intérêts étrangers est inenvisageable.

2. Les droits de vote multiples

Il n'existe en France que le vote double après une détention de deux ans. L'action à votes plural est une dérogation au principe de proportionnalité fixant la règle d'une seule voix par action.

Ainsi une banque allemande achetée par Suez possédait deux types actions : l'une conservée par la direction de la banque avait 50% des droits de vote, l'ensemble des autres actions rachetées par Suez avaient les 50% restant.

Il est certain que cela représente une forme d'excès, mais des sociétés de service comme RWE doivent avoir encore des actions ayant 10 votes par exemple ce qui constitue une réelle protection de la société.

L'instrument a été actualisé en 2018 au travers de dispositions de la Loi PACTE. Celle-ci supprime le principe de proportionnalité du droit de vote dans les sociétés par actions non cotées, les autorisant ainsi à émettre des actions de préférence à droit de vote multiple. Alors que jusqu'à présent, la Loi n'autorisait, dans les SA et les SCA, que la suppression du droit de vote, le droit de vote simple ou, dans certaines conditions, double, il est désormais possible d'émettre des actions de préférence dont la préférence (positive ou négative) sera (seule ou non) la disposition de droits de vote multiples.

L'émission d'actions de préférence disposant d'un demi droit de vote, d'un droit de vote triple, décuple, etc... est donc désormais un outil à disposition de toutes les sociétés par actions non cotées. Elles pourront notamment l'utiliser pour conférer des pouvoirs forts à certains actionnaires tout en limitant leur dilution au capital.

On pourrait même suggérer une variante, qui serait l'attribution de bons de souscription de fidélité, qui viserait à favoriser l'investissement de long terme, en apportant une rémunération supplémentaire aux actionnaires « stables ». Cette proposition a été développée lors du dernier sommet international de Davos par l'américain Joseph Stiglitz, prix Nobel d'économie. Afin que l'argent distribué soit utilisé efficacement, la clef est de redonner aux entreprises et aux ménages l'envie d'investir.

3. Les titres sans droits de vote

Les titres sans droit de vote sont essentiellement les actions de priorité sans droit de vote. Elles peuvent être à dividende prioritaire augmenté ou non par rapport à l'action avec droit de vote.

La coutume veut en Angleterre, qu'en cas d'OPA, on fasse conjointement une offre pour les actions de priorité.

Les actions sans droit de vote sont un dispositif très utilisé aux États-Unis, pour permettre aux entrepreneurs familiaux de lever des capitaux en Bourse ou auprès du capital-risque, afin de faciliter leur croissance, sans perdre leur indépendance ni le contrôle de leur affaire. Un quotidien prestigieux comme le New York Times a par exemple des actionnaires financiers qui acceptent de ne pas intervenir dans la ligne rédactionnelle du journal, par respect pour le

travail des journalistes, et qui achètent donc de telles actions, dont la valeur est légèrement moindre sur le marché boursier.

On peut imaginer le développement de titres sans droits de vote dans les secteurs de la presse, de l'édition, de la culture et du spectacle, secteurs fortement mis à mal par la crise Covid-19, et les phases de confinement, total ou partiel.

La Loi PACTE a assoupli les règles d'utilisation des titres sans droits de vote, sur les droits préférentiels de souscription, comme sur les actions de préférence rachetables.

Toutes les actions de préférence disposant d'un droit limité aux dividendes, aux réserves ou à la liquidation (préférence financière négative) sont désormais, sauf stipulations contraires des statuts, privés de DPS. Préalablement à la Loi PACTE, cette suppression du DPS – Droit Préférentiel de Souscription était réservée aux seules actions de préférence disposant d'une telle préférence financière négative et privées de droit de vote.

Cette extension constitue un assouplissement de nature à mettre fin à des situations incongrues et à faciliter la structuration des opérations de levées de fonds. Elle devrait permettre de mieux calibrer les actions de préférence en cause à la situation de l'émetteur et aux demandes des investisseurs, sans avoir à supprimer le droit de vote des actions répondant à un besoin particulier et ne justifiant pas forcément la disposition d'un DPS.

Les sociétés peuvent émettre des actions de préférence rachetables dont les modalités de rachat sont librement régies par leurs statuts. Alors que jusqu'à présent, la Loi n'autorisait que l'émission d'actions rachetables à l'option de l'émetteur, dans les sociétés non cotées, l'option de rachat peut désormais être stipulée, d'une part, dans les sociétés cotées sur un marché réglementé, au profit de l'émetteur, seul ou conjointement avec le porteur et, d'autre part, dans les sociétés non cotées sur un marché réglementé, à la main du porteur, de l'émetteur, ou des deux, isolément, conjointement ou alternativement.

Les modalités de l'option (titulaires, fenêtre, modalités, etc.) doivent cependant être organisées préalablement à la souscription et mentionnées dans les statuts de l'émetteur. Le droit français renoue ainsi avec la jurisprudence antérieure à l'Ordonnance n°2014-863 du 31 juillet 2014 et rejoint la pratique en vigueur dans la majorité des États européens.

La Loi PACTE ne révolutionne donc pas les actions de préférence. Elle apporte quelques assouplissements réclamés par la pratique et consacre la primauté des SAS dans les opérations à structuration capitalistique complexe. Ainsi, les droits de vote multiples, déjà éligibles pour les actions de préférence émises par des SAS, le deviennent également pour les autres sociétés par actions (SA et SCA).

L'apport le plus notable de la Loi PACTE reste la libéralisation du régime des actions de préférence rachetables qui est harmonisé avec la pratique européenne. Dans les sociétés non cotées, l'option de rachat peut désormais être librement construite en fonction des impératifs des opérations menées.

Bien évidemment, il faudra en pratique conditionner l'exercice de cette option par le porteur de l'action de préférence, notamment pour éviter que celui-ci ne l'exerce au détriment de la performance de l'entreprise et, plus généralement, de l'intérêt social.

On peut imaginer la mise en œuvre du dispositif, corrélé avec des mesures d'impact social pour l'entreprise, dans la logique actuelle de critères quantitatifs de politique RSE des entreprises.

4. Les titres participatifs

Les titres participatifs (TP) ont été créés par la Loi n°83-1 du 3 janvier 1983 sur le développement des investissements et la protection de l'épargne, pour permettre aux sociétés nationalisées de renforcer leurs fonds propres sans pour autant céder des droits de vote. Ils permettent donc des financements de long terme en quasi-fonds propres, sans intervention sur le capital et dans la gouvernance. Les porteurs de titres participatifs ont cependant les mêmes droits que les actionnaires en matière de communication des documents sociaux.

Initialement réservé aux sociétés nationalisées et aux sociétés anonymes coopératives, son usage a été étendu aux mutuelles et aux sociétés à forme mutuelle à partir de 1985. Le titre de participation a été étendu par la Loi du 17 juillet 2001 aux sociétés coopératives constituées sous la forme de SARL. Les SAS ne peuvent pas émettre de titres participatifs. L'article R228-49 du code de commerce plafonne l'assiette de la rémunération variable. En l'état actuel de la réglementation, les TP ne peuvent être émis uniquement que par les sociétés du secteur public, les sociétés anonymes coopératives et des compagnies d'assurance mutuelles ou à forme mutuelle.

Ouvrir la possibilité d'émettre des titres participatifs à un périmètre plus large d'entreprises (SA ou SAS par exemple) nécessiterait donc un nouveau texte de Loi.

Le titre participatif n'est pas amortissable, est cessible, et peut être remboursé à l'issue d'une durée de 7 ans au minimum. Il entre dans la catégorie des titres à durée indéterminée.

Le gisement des TP de sociétés industrielles, comme Renault, Saint-Gobain, GDF, BNP, ..., important au cours des années 1980, s'est tari avec la vague de privatisations des années 1990. De fait, les émetteurs ont progressivement racheté les soldes résiduels de titres en circulation, et les ont échangés pour les porteurs contre des actions ordinaires, ou dans certains cas des obligations Tier 1.

Le traitement comptable français de l'émission des titres participatifs enregistrés dans le compte 167 « Emprunts et dettes assorties de conditions particulières » doit être présenté au bilan dans la rubrique « Autres fonds propres ». C'est donc un instrument apprécié des émetteurs.

Les encours actuels de titres participatifs concernent principalement les assureurs mutualistes, et sont constitués de contrats de gré à gré : le TP est un instrument de participations croisées pour des sociétés où le capital est composé, non pas d'actions, mais de parts de sociétaires.

Reconstruire un gisement de titres cotés avec un nombre suffisant d'émetteurs, et des encours pour assurer une liquidité relative des titres, est un challenge difficile. Et la mise en œuvre opérationnelle prendra au mieux plusieurs mois, sans doute plusieurs années.

Le TP est un titre à durée indéterminée : c'est une grande qualité pour les émetteurs.

Mais c'est un handicap pour les investisseurs : dans la classification des placements, spécifiquement chez les assureurs, les titres à durée indéterminée sont assimilés à des titres perpétuels, tant qu'une date de remboursement n'est pas connue de manière certaine. Et les investissements en titres à durée indéterminée sont très contraints par les réglementations sur les placements des caisses de retraite.

Les émetteurs considèrent que tant que le remboursement des intérêts de la dette est assuré par la croissance, la confiance est là. Et ils repoussent à très long terme le remboursement du capital. Dans le cas d'une dette perpétuelle, le contrat d'émission ne prévoit aucune date d'échéance. Il ne comporte en conséquence aucun flux de remboursement. La présence de clauses optionnelles de remboursement anticipé, au gré de l'émetteur et/ou du porteur, ne modifie pas, en principe, le caractère « perpétuel » de l'emprunt.

De fait, pour nombre d'investisseurs, une dette perpétuelle est un oxymore financier, puisqu'on parle de dette, mais aussi d'éternité.

Une dette perpétuelle serait-elle alors une dette sans fin, c'est-à-dire qui reste due sans limite de temps, *ad vitam aeternam*, alors même que le droit français prohibe les engagements perpétuels, au motif de la préservation de la liberté contractuelle ?

Evidemment non. Une dette perpétuelle n'est concrètement plus une dette, puisque le débiteur n'a pas l'obligation de rembourser le principal versé par les investisseurs. Elle n'est pas plus perpétuelle, dans la mesure où le débiteur n'est pas engagé indéfiniment.

Vu comme cela, le TP devient un artifice financier qui revient à considérer que le plus important pour l'entreprise émettrice n'est pas tant son niveau d'endettement par rapport à sa solvabilité présente et future, mais sa capacité à honorer le seul « service de sa dette », c'est-à-dire à payer les intérêts. Encore faut-il que ce service de la dette soit soutenable...

Une dette non remboursable n'est donc pas une dette. Le principe même d'une dette repose sur l'obligation de remboursement au créancier. Sauf à renier son engagement en tant que débiteur, ce qui est toujours possible mais dangereux, surtout pour un émetteur qui emprunte sur les marchés financiers.

Mais dans une dette perpétuelle, il n'y a pas de « *répudiation* » de la dette ; au contraire, les créanciers donnent leur accord pour ne pas être remboursés !

Néanmoins, dans les modèles de risques des investisseurs institutionnels, un titre perpétuel, émis par une entreprise, coûte cher en termes de fonds propres : risque de taux sur un titre très long, risque de crédit appliqué à une durée élevée... et risque de transformation totale de la société à vingt ans, trente ans ou au-delà, voire de disparition. Et tout cela a un coût en termes de mobilisation de fonds propres.

5. La piste des *Genußscheine* allemandes

La problématique de titres participatifs n'est pas propre à la France.

Les Allemands ont un titre de nature assez proche, les *Genußscheine*, ce qu'on traduit souvent de manière imparfaite par Certificats de Participation. Leur existence outre-Rhin remonte à

1881, et on présente souvent ces instruments comme les artisans du succès de la capitalisation du *Mittelstand* allemand.

Les *Genußscheine* étaient en effet des produits hybrides dette/*equity* servant au renforcement des fonds propres des entreprises et/ou des institutions financières. Les produits les plus proches dans la réglementation française sont les Obligations Contingentes Convertibles, dites CoCos.

La principale caractéristique d'une CoCo est sa capacité de pouvoir absorber des pertes des institutions financières émettrices, ce qui répond aux exigences des régulateurs bancaires. Ces emprunts subordonnés, en fonction de critères de déclenchement précis (dégradation du ratio de fonds propres, etc.), sont soit convertis en actions, soit subissent une perte en nominal partielle ou totale.

Le premier avantage pour les émetteurs, de ce type de produits hybrides est que les CoCos sont comptabilisées en capitaux propres. Ceci a pour effet immédiat d'améliorer les ratios de solvabilité des institutions financières émettrices.

Le deuxième avantage des CoCos est de permettre aux établissements financiers émetteurs d'éviter le risque de dilution immédiat des actionnaires historiques à travers une augmentation de capital.

Pour l'investisseur en revanche, le titre CoCo présente un niveau de subordination très important et du risque élevé de perte en capital. Vu le risque inhérent à ce type d'instrument, l'investisseur est d'autant plus vigilant sur la solvabilité de l'institution financière émettrice. L'arrivée d'un régulateur bancaire européen en 2014, à savoir l'EBA, a ajouté un degré supplémentaire de surveillance des bilans bancaires.

Les *Genußscheine* ont été également victimes de la défiance vis-à-vis des signatures bancaires allemandes après la crise financière de 2008. Rappelons le défaut de remboursement sur ces titres obligataires d'IKB, équivalent outre-Rhin du CEPME français.

L'aversion croissante au risque des investisseurs a conduit à ce qu'il n'y ait plus d'émissions de *Genußscheine*. Les derniers titres existant sur le marché secondaire, très illiquide, arriveront à maturité dans 1 à 2 ans.

Il est à noter que la puissance du tissu de PME en Allemagne s'explique sans doute moins par des raisons de financement public que par des cultures économiques très différentes de la vision française.

Pour assurer le financement de leurs projets de développement, les PME allemandes peuvent certes s'appuyer sur un réseau d'établissements de crédit très important. Au niveau local, une entreprise peut en général s'adresser soit à une banque privée, soit à une caisse d'épargne publique régionale, soit à une banque coopérative locale.

Ce système bancaire, dit des « trois piliers », assure aux entreprises une offre abondante de crédit et des taux d'intérêt attractifs. Il est intimement lié à la culture de la "*Hausbank*", la "banque maison", par laquelle une entreprise entretient avec sa banque une relation de confiance à long terme. En Allemagne, prédomine la vision de la banque qui est au service de l'économie et ne cherche pas à maximiser sa rentabilité. La banque locale publique ou coopérative profite avant tout de la présence d'une PME puissante sur son secteur.

6. La titrisation

La titrisation est une opération par laquelle, ou un dispositif par lequel, le risque de crédit associé à une exposition ou à un panier d'expositions est subdivisé en tranches, et qui présente les deux caractéristiques suivantes :

- ✓ les paiements effectués dans le cadre de l'opération ou du dispositif dépendent de la performance de l'exposition ou du panier d'expositions;
- ✓ la subordination des tranches détermine la répartition des pertes pendant la durée de l'opération ou du dispositif.

La titrisation se réfère aux transactions qui permettent à un prêteur ou à un autre détenteur d'actifs – généralement un établissement de crédit – de refinancer un ensemble de prêts ou d'actifs (crédits hypothécaires, crédit-bail automobiles, prêts à la consommation, encours de cartes de crédit, etc.) en les transformant en titres financiers.

Le prêteur ou l'initiateur organise un portefeuille de prêts en différentes catégories de risque, adaptées à l'appétit des investisseurs pour le risque et le rendement. Les retours dont bénéficient les investisseurs découlent des flux de trésorerie générés par les prêts sous-jacents.

Dans le plan d'investissement pour l'Europe présenté par la Commission le 26 novembre 2014, la création d'un marché de la titrisation durable, sans répétition des erreurs commises avant la crise, figurait parmi les cinq domaines réclamant une action prioritaire.

Le développement d'un marché des opérations de titrisations Simples, Transparentes et Standardisées (STS) est une composante essentielle de l'Union des marchés de capitaux et doit contribuer à réaliser l'objectif prioritaire de la Commission de soutenir la création d'emplois et le retour à une croissance durable.

En élaborant le Règlement d'août 2015 sur la titrisation, l'Union Européenne a anticipé qu'un cadre de grande qualité en matière de titrisation pourrait favoriser l'intégration des marchés financiers de l'Union, aider à diversifier les sources de financement et libérer des capitaux, permettant ainsi aux établissements de crédit et aux prêteurs d'accorder plus facilement des prêts aux ménages et aux entreprises.

Bien structurée, la titrisation peut être un canal important de diversification des sources de financement et contribue à une répartition des risques plus efficace au sein du système financier de l'Union.

La titrisation permet ainsi de distribuer plus largement les risques du secteur financier et peut contribuer à alléger le bilan des établissements de crédit, qui pourront dès lors continuer de financer l'économie. Globalement, elle peut améliorer l'efficacité du système financier et élargir les possibilités d'investissement.

La titrisation fait le lien entre les établissements de crédit et les marchés des capitaux, avec des avantages indirects pour les entreprises et les particuliers (sous la forme, par exemple, de prêts, d'hypothèques d'entreprises et de cartes de crédit moins chers) et donne aux investisseurs concernés accès à des catégories d'actifs dissociés du risque de crédit de l'initiateur.

Dans les conclusions de sa réunion des 25 et 26 juin 2015, le Conseil européen a reconnu que la titrisation constituait un moyen efficace de transférer le risque des établissements de crédit aux établissements autres que les établissements de crédit, accroissant ainsi la capacité de prêt des premiers, mais aussi de canaliser le financement des derniers vers le capital d'exploitation des sociétés.

Seules les titrisations avec cession parfaite peuvent devenir des titrisations STS. Dans une titrisation avec cession parfaite, la propriété des expositions sous-jacentes est transférée ou effectivement attribuée à une entité de titrisation.

Aucun critère STS n'a été élaboré pour les titrisations synthétiques, qui génèrent un risque de crédit de contrepartie supplémentaire et une complexité potentielle liée notamment à la teneur du contrat.

Compte tenu de l'utilité des différents dispositifs pour mobiliser des fonds qui serviront à accroître l'offre de prêts aux PME, il est proposé d'accorder un traitement plus sensible au risque, équivalent à celui prévu pour les titrisations STS, à la tranche de rang supérieur conservée par l'établissement initiateur dans le cas de titrisation de prêts aux entreprises. Afin de pouvoir bénéficier de ce traitement, la titrisation doit satisfaire à une série d'exigences opérationnelles, et notamment aux critères STS applicables.

Lorsque ces transactions bénéficient de ce type de garantie ou de contre-garantie, le traitement préférentiel, en termes d'exigences réglementaires de fonds propres, est sans préjudice du respect des règles en matière d'aides d'État.

Toutes ces caractéristiques tendraient à rendre les encours de prêts garantis par l'État (PGE) consentis dans la crise Covid-19 éligibles à un mécanisme de titrisation STS.

Mais il existe un handicap important : la garantie de l'État sur les PGE n'est pas transférable, ce qui rend la transformation du PGE en dette subordonnée très coûteuse.

Néanmoins, le texte de 2015 prévoit que les initiateurs, sponsors et entités de titrisation soient solidairement responsables du respect des exigences STS et de la déclaration à l'AEMF (Autorité Européenne des Marchés Financiers), qui la publiera sur son site internet.

Les initiateurs, sponsors et entités de titrisation assument la responsabilité de leur déclaration selon laquelle la titrisation est STS, et la transparence sur le marché est assurée. Les initiateurs et les sponsors sont responsables de toute perte ou de tout préjudice résultant de déclarations erronées ou trompeuses.

Peut-on dès lors envisager une titrisation de PGE dont les initiateurs et sponsors seraient conjointement un ou des groupes bancaires et BPI France ? Difficile à imaginer, et surtout très complexe à mettre en œuvre sur un plan opérationnel.

La seule option envisageable serait que sur une partie des prêts, BPI France accorde une garantie à 100%, et effectue l'opération de titrisation des encours. Ce qui sortirait les prêts concernés des bilans bancaires. Mais il est probable que BPI France choisirait dans ce cas les prêts de meilleure qualité dans les encours de chaque groupe bancaire.

La titrisation aurait-elle du sens ? avec quels objectifs ?

Surtout, si elle transfère le risque sur les PGE consentis principalement à des TPE et petites PME, les prêts, même titrisés, restent de la dette pour les entreprises, et ne contribuent pas in fine au renforcement de leurs fonds propres.

7. Les prêts participatifs

Le prêt participatif a été introduit par la loi du 13 juillet 1978. Il est destiné au financement à long terme des entreprises, tout particulièrement des PME.

Le prêt participatif s'analyse comme un moyen de financement intermédiaire entre le prêt à long terme et la prise de participation, selon le Dalloz 2009/2010).

À l'origine, le remboursement du prêt participatif est subordonné au remboursement intégral par l'emprunteur de toutes ses autres créances bancaires : la dette est alors dite « subordonnée ». Il ne confère aucun droit de vote au prêteur et il est accordé moyennant le service d'un intérêt fixe, généralement majoré d'une participation au bénéfice net de l'emprunteur.

Après avoir été délaissé dans les années 1990, le prêt participatif a refait son apparition en 2008 dans un contexte économique marqué par la crise où il sert de support aux prêts de l'État - en faveur des entreprises en difficulté, notamment les constructeurs automobiles -, et aux interventions d'OSEO devenu BPI France.

En effet, dans le cadre du plan de relance de l'économie 2008, OSEO avait été chargé de mobiliser un milliard d'euros sous la forme de « prêts participatifs » pour aider les PME à consolider leurs fonds propres et encourager l'investissement. À cette fin, en octobre 2009, le contrat de développement participatif (CDP), qui a été mis en place par cet établissement, se fonde sur la notion de prêts participatifs.

Dans le cadre du programme d'investissements d'avenir, l'État avait de nouveau accordé à OSEO un milliard d'euros sur la période 2010-2011 pour la poursuite des contrats de développement participatifs.

Tout naturellement, l'idée de substituer des prêts participatifs aux PGE, au moins pour les ETI, est apparue au printemps 2020. L'idée centrale est de prolonger des prêts de trésorerie par des prêts de long terme. C'était a priori d'autant plus simple que le champ des prêteurs et des bénéficiaires est désormais assez large.

Peut consentir des prêts participatifs un large éventail d'opérateurs économiques, le champ des prêteurs ayant été élargi par la loi du 2 août 2005. Il s'agit de l'État, des établissements de crédit, des sociétés commerciales, des établissements publics dont la liste est fixée par décret en Conseil d'État, des sociétés et mutuelles d'assurance, des associations sans but lucratif, des organismes de retraite complémentaire, ainsi que des institutions de prévoyance.

Concernant les établissements publics éligibles, un Décret du 14 juin 2006 précise que sont concernés les établissements publics de l'État à caractère industriel et commercial dont l'objet les autorise à participer au financement de l'activité économique. Cette mesure vise en premier lieu BPI France.

La Loi du 2 août 2005 a élargi le champ des bénéficiaires qui est désormais ouvert aux entreprises artisanales et aux entrepreneurs individuels, en complément des entreprises industrielles et commerciales. En revanche, les entreprises, personnes morales comme personnes physiques, qui exercent une activité civile, en particulier une activité libérale, sont exclues du dispositif.

Le premier obstacle sur cet instrument concerne le taux d'intérêt demandé au bénéficiaire. Tout comme le prêt participatif accordé par l'État, la loi fixe de manière très stricte la rémunération du prêteur dans le cadre d'un prêt participatif de droit commun, dit encore privé. Si le prêteur reçoit nécessairement un intérêt fixe, s'y ajoute facultativement, dans les conditions prévues au contrat, une rémunération variable notamment par le jeu d'une clause de participation au bénéfice de l'emprunteur.

De fait, le prêteur exige légitimement que son risque soit rémunéré. Or, dans le contexte actuel de marché, la désintermédiation bancaire a simplifié l'accès au marché financier pour les entreprises de taille intermédiaire, soit via une émission obligataire pour les plus grandes, soit via des fonds de dette privée. Fin juillet 2020, un émetteur BBB émet à 10 ans avec un *spread* entre 170 et 200 bp... mais avec un Bund à -0.42% et une OAT à -0.10%. Le *spread* est de l'ordre de 350 bp pour un BB. Le niveau de taux fixe demandé par les banques sur un prêt participatif est déjà de l'ordre de 3.50%, auquel s'ajoute une clause de rémunération variable, qui peut faire grimper l'intérêt effectif au-delà des 6%... le rendant peu intéressant en comparaison pour l'emprunteur. Seules les sociétés qui n'accèdent pas aux marchés financiers dans de bonnes conditions opteront pour le prêt participatif : ce sont probablement celles pour lequel l'investisseur sera le plus réticent.

En outre, le prêt participatif étant particulièrement risqué pour le prêteur - en tant que dette subordonnée de dernier rang, son remboursement intervient après le remboursement de toutes les autres dettes bancaires -, plusieurs fonds de garantie ont été créés, essentiellement alimentés par des dotations de l'État. Ceux-ci sont gérés par BPI France, qui intervient, non pas en son nom propre, mais en tant que mandataire de l'État. Ces fonds garantissent uniquement les prêts éligibles définis conjointement par l'État et BPI France. BPI France n'intervient pas à titre de caution, mais en vertu d'un mécanisme proche de l'assurance : il rembourse à l'organisme prêteur en cas de défaillance de l'emprunteur une partie de la perte finale : 50 % à 90% du montant du crédit selon la formule de garantie choisie, et selon la présence ou non, à côté de BPI France, d'un co-garant en complément, par exemple une société de caution mutuelle ou des collectivités locales. Lorsque la garantie de BPI France n'a pas été obtenue ou demandée, l'emprunteur est en droit de recourir à la garantie d'un tiers, notamment sous forme de cautionnement.

Dernier point, et non des moindres, la qualification comptable des prêts participatifs. Les prêts participatifs sont-ils constitutifs des fonds propres de l'entreprise, ou faut-il seulement les considérer comme de simples créances détenues par des tiers sur l'entreprise ?

L'assimilation souhaitée à des fonds propres résulte expressément des dispositions législatives de l'article L.313-14 du Code monétaire et financier, qui prévoient que « *les prêts*

participatifs sont, au regard de l'appréciation de la situation financière des entreprises qui en bénéficient, assimilés à des fonds propres ». Aussi, du point de vue du législateur, et sur un plan purement financier, les prêts participatifs constituent des ressources financières qui doivent être assimilées à des fonds propres.

Si le législateur s'est clairement prononcé sur l'aspect financier de ce type de prêt, il n'a pas défini précisément leur nature juridique. La qualification juridique des prêts participatifs a été précisée notamment pour la détermination de la perte de plus de la moitié du capital social d'une entreprise. Selon le ministère de la justice, ces prêts ne doivent pas être pris en compte pour le calcul de la perte de plus de la moitié du capital social, c'est-à-dire qu'ils ne peuvent pas être inclus dans les capitaux propres. En témoigne la décision prise par la Cour de Cassation (Com. 6 juin 2000, n°97-15.864) qui a jugé fondée la décision des juges de ne pas prendre en compte la valeur du prêt participatif pour le calcul des fonds propres.

L'analyse comptable des prêts participatifs suit l'analyse juridique : le Conseil National de la Compatibilité a estimé que, quelle que soit la base de calcul de la rémunération du prêteur, ils demeurent une dette pour l'emprunteur, dont la rémunération ne peut être qu'une charge financière représentative du coût des capitaux empruntés. Cette position est valable pour tout type de prêt participatif, et tout type de rémunération, fixe ou participante.

Par ailleurs, il est prévu que le bénéficiaire et l'organisme qui consent un prêt participatif doivent l'inscrire sur une ligne particulière de leur bilan. Le compte spécifique "Prêt participatif" est un compte de classe 16, soit la catégorie des "Emprunts et dettes assimilées".

Le Ministère de l'Economie, des Finances et de la Relance souhaite dans les mois à venir réserver les prêts participatifs aux entreprises dont les difficultés présentent des risques importants de destruction d'emplois, en particulier dans des petites villes de province. L'enjeu sera dès lors plus politique qu'économique, et l'émetteur sera soit BPI France, soit la Banque des Territoires.

8. Une solution élégante d'aide aux PME et ETI

Outre les reports et/ou annulations d'impôts et de charges sociales dans la période de confinement, le gouvernement a garanti à 90 % des prêts bancaires sur une durée de temps qui était envisagée à l'origine de 6 mois, et portée maintenant à 18 mois. Sur l'enveloppe globale de 300 milliards, 30 à 35 ont été accordés aux les petites et moyennes entreprises. Ce sont elles pour lesquelles une solution élégante pourrait être envisagée. L'exemple allemand peut être adapté : intervenir par des prises de participation minoritaires dans les ETI et PME, ce qui leur évite la hantise de l'échéance des prêts.

En fait, la distinction entre prêts et participations au capital correspond en premier lieu à une conception différente de la reprise. Si celle-ci est en V, c'est-à-dire très rapide et très forte, le prêt est suffisant pour étaler la perte réalisée par les sociétés pendant la période de confinement, surtout si l'on reporte de six mois la période de remboursement. Comme il est de plus en plus probable que le démarrage sera plus lent, et sans doute par paliers, ou par

vagues, au gré de celles de l'épidémie, il est important que les sociétés en difficulté puissent se réorganiser sereinement et investir à nouveau pour se redévelopper.

Les petites et moyennes sociétés sont souvent très vulnérables : un simple prêt est insuffisant. En France, les banques prêteuses gardent en outre un risque de 10 %, la garantie de BPI France n'étant qu'à 90%, ce qui les peut les conduire à retarder des prêts ou à les refuser, s'il leur semble qu'il y ait un risque de frein durable de l'activité de telle ou telle société. L'Allemagne a fait le choix d'une garantie d'Etat à 100%.

Ces emprunts auprès des banques pourraient avantageusement être remplacés par des apports en capital garantis comme les prêts. Ils permettraient d'assurer aux sociétés bénéficiaires une solidité plus grande pour faire face à l'avenir, en perdant la hantise du remboursement. Ces actions seraient structurées, de telle façon que les entreprises n'aient pas peur de voir leur capital mis aux enchères par les banques prêteuses. Les banques n'auraient pas à supporter le risque sur les prêts, qui les pénalise dans le cadre de la réglementation bâloise.

Les actions émises, qui seraient des titres B par opposition aux actions ordinaires ou A, pourraient bénéficier de caractéristiques spécifiques :

- être sans droit de vote ;
- être remboursables par l'Etat au prix d'émission en cas de faillite de l'entreprise. Il faudrait même idéalement que le remboursement soit total et non pas limité à 90% ;
- être rachetable par la société à partir d'un certain délai, un an par exemple, au cours du marché (*fair value*) déterminé par une entité indépendante, privée ou publique, tel que le service d'analyse des sociétés de la Banque de France. Leur prix serait celui du marché, sauf dans le cas où il serait inférieur au prix d'émission : ce prix d'émission serait dans ce cas le prix plancher.

Par ailleurs, les groupes bancaires pourraient regrouper leurs actions B dans une Société d'Investissement, de type S.N.I. elles seraient rémunérées par des actions de la S.N.I. au prorata de leurs apports. L'objectif induit serait une introduction en Bourse de la Société S.N.I. : elle se valoriserait de fait au rythme de la *recovery* des sociétés en portefeuille.

Le seul véritable risque d'un tel montage serait que toutes les PME et ETI en portefeuille fassent faillite simultanément, ce qui semble un risque très faible.

Dans ce cas, la garantie publique fonctionnerait comme pour les P.G.E. : il y a néanmoins moins de danger qu'avec des prêts, dont les remboursements obèrent l'avenir.

Par contre, la S.N.I. présente un réel intérêt pour les actionnaires, du fait du plancher de valorisation. A l'inverse, les actionnaires profiteront à terme des bénéfices que feront un certain nombre de sociétés incluses dans cette SNI.

De fait, les actions détenues pourront faire l'objet, soit d'un rachat par les entreprises elles-mêmes, soit d'une cession par la SNI. L'objectif serait que les titres puissent être cédés dans ce cas, à des acteurs institutionnels, mais également, voire par priorité, à des particuliers, dans le cadre des PEA par exemple.

V- Conclusions

Le sujet du soutien aux entreprises dans les mois à venir est majeur.

Il mobilise les entités de la puissance publique, CDC, BPI France, Banque des Territoires, autour du Ministère de l'Economie, des Finances et de la Relance.

Il mobilise également les branches professionnelles, dans la mesure où le choc et les capacités de rebonds sont différents selon les secteurs.

Il mobilise les associations professionnelles du monde financier, Fédération des Banques Françaises (FBF), Fédération Française des Assureurs (FFA), Association Française des Investisseurs Institutionnels (AF2I), Association Française des Sociétés de Gestion (AFG), France Invest, Association Française des Trésoriers d'Entreprise (AFTE), Paris Europlace, Club des Investisseurs de Long Terme du Centre des Professions Financières, qui cherchent ensemble des solutions de soutien à l'économie réelle, sans oublier les contraintes rendement / risque des divers statuts de leurs membres investisseurs.

Certaines solutions relèvent du secteur privé.

Ce sont des instruments financiers qui doivent sécuriser l'entreprise bénéficiaire, mais également présenter un intérêt pour l'investisseur : un rendement attractif, un niveau de risque maîtrisé, et, complément important dans toute période de crise, un niveau de liquidité satisfaisant.

Les produits les plus à même de satisfaire toutes ces contraintes sont les obligations convertibles. Les investisseurs institutionnels les traitent soit en lignes directes, soit au travers de fonds. Ces obligations offrent un plancher actuariel, avec une option de conversion en actions dans des périodes définies. Une variante pourrait être des obligations échangeables, qui permettent aux banques d'émettre des obligations échangeables en actions détenues dans leurs livres : cette configuration, très utilisée en Allemagne et en Suisse notamment, permet aux établissements bancaires de garder l'avantage des obligations en matière de règles bâloises, tout en cédant à terme des participations qu'elles ne veulent plus porter. Cela entraîne une vulnérabilité, si l'activité de l'entreprise ne repart pas, voire se dégrade, rendant la conversion non attractive pour le porteur du titre, et contraignant l'émetteur à rembourser au terme la dette obligataire.

Les CoCos offrent l'option d'une conversion au gré de l'émetteur... et donc souvent la transformation en actions est appelée en période de difficulté de l'entreprise. Les investisseurs en sont donc peu friands, car ils n'ont pas la maîtrise du risque futur.

Les Titres Participatifs, ou leurs équivalents européens, sont quelque peu tombés en désuétude, du fait d'un statut à durée indéterminée, assimilée par les investisseurs à une structure perpétuelle. Substituer la clause économique sur laquelle est indexée la rémunération variable du titre (bénéfice, chiffre d'affaires, MBA, ...) par un critère d'impact serait susceptible d'inciter les entreprises à être progressivement de plus en plus vertueuses en matière d'empreinte carbone ou de transition énergétique. Cela s'inscrirait dans la dynamique des politiques d'investissements ESG des institutionnels acheteurs potentiels. Mais la mécanique semble complexe à mettre en œuvre, et assurer un gisement suffisant pour générer de la liquidité sur ces instruments prendra plusieurs années.

Les différents types d'actions dites de « préférence » offrent des solutions dans des cas spécifiques : secteurs stratégiques, ou secteurs sévèrement et durablement affectés par la crise Covid-19.

Dans ce contexte, évaluer l'ampleur de la récession, puis ébaucher les contours de la reprise (sa rapidité, sa vigueur, sa pérennité au-delà du rebond technique) dépend de multiples paramètres au sein desquels deux sont essentiels : le retour, plus ou moins rapide et plus ou moins complet, à la normale en termes de mobilité et de consommation et le rétablissement de l'offre suite à la levée des freins physiques. Enfin, la vigueur de la sortie de crise dépend largement de la confiance des agents économiques, ménages et entreprises, susceptibles d'adopter des comportements prudents, d'épargne de précaution ou de réduction de l'investissement.

D'autres solutions nécessiteront une impulsion, ou une implication effective de la puissance publique.

Relèvent de cette catégorie les reports et suppressions de charges sociales mises en place pendant la période de confinement, et l'instauration d'un chômage partiel financé par l'Etat, qui a touché jusqu'à 11 millions de salariés, pour éviter les licenciements.

Les mesures destinées à alléger les difficultés de financement des entreprises vont réduire significativement le risque d'insolvabilité, de 30% à 10% selon l'OCDE.

Est également majeur le soutien fiscal aux entreprises, avec en particulier la suppression d'une partie des impôts de production, mesure qui a en outre l'avantage d'inciter aux relocalisations, et d'améliorer la compétitivité des produits nationaux par rapport aux importations. Les prêts bancaires, garantis à 90 %, ont donné, de manière temporaire, de la trésorerie aux entreprises bénéficiaires. Une garantie à 100%, comme en Allemagne, aurait sans doute accéléré les procédures d'acceptation, et aurait permis une titrisation ultérieure des encours de prêts consentis.

La solution la plus efficiente pourrait légitimement s'inspirer de la solution retenue par l'Allemagne.

L'Etat fournit des fonds aux entreprises et achète des actions des sociétés qu'elle veut protéger. Elle les revendra au fur et à mesure des possibilités des marchés, que les sociétés soient cotées et non. C'est une nationalisation partielle et temporaire. Au-delà du soutien immédiat à l'économie, et particulièrement à l'industrie, la probabilité d'une cession future des participations avec une plus-value pour l'Etat actionnaire est forte.

L'exemple du transport aérien est éloquent. L'Etat allemand accorde 9 milliards d'euros à Lufthansa, la France 7 milliards d'euros à Air France, les Pays-Bas 3.7 milliards à KLM. L'Allemagne prend ainsi une participation au capital de Deutsche Lufthansa AG, acceptée par les actionnaires par un vote favorable à hauteur de 98 %, même si cela entraîne une dilution des titres, défavorable à court terme aux actionnaires. Les actionnaires ont approuvé les aides d'Etat, le 7 juillet : le financement du Groupe a été sécurisé pour accélérer le programme global de restructuration ReNew qui durera jusqu'en 2023. En contrepartie, Lufthansa va

accélérer le remboursement complet des prêts, y compris des paiements d'intérêt, consentis en avril dernier par l'Etat allemand. Cela rendra inévitable des réductions de coûts durables. Les deux objectifs affichés de ces apports sont, d'une part de combler les pertes du confinement, et surtout sur le moyen terme de permettre à la société de transport aérien d'adapter son organisation et son business model à la nouvelle donne qui pèse sur le secteur. Aux Pays-Bas, l'Etat a consenti un prêt, transformable en capital : ceci pose le problème de l'augmentation de la participation de l'Etat dans une entreprise binationale.

En France, l'Etat accorde un prêt à Air France de 4 milliards en PGE, avec un moratoire de 6 mois prolongeable à 18 mois, et 3 milliards en prêt direct. La société est ainsi chargée d'une dette supplémentaire qu'elle devra rembourser, alors même qu'Air France a du mal à faire des bénéfices. On a cru (comble d'ironie) que, du fait de cet apport, qui sert surtout à combler les pertes du confinement, Air France pourrait investir dans des avions moins énergivores et plus écologiques, et éviterait tout licenciement... alors qu'elle a déjà annoncé une réduction de l'ordre de 20% de ses effectifs... sans oublier les dégâts collatéraux sur des entreprises sous-traitantes ou partenaires d'Air France, comme la filiale régionale Hop!, chez qui 1 000 emplois sont menacés sur les sites de maintenance à Morlaix et à Lille, et la base de personnel navigant de Toulouse.

Or, le potentiel de reprise dépendra en grande partie de la capacité à préserver l'emploi, à adapter et moderniser les capacités de production, à protéger les chaînes d'approvisionnement européennes et mondiales.

Une solution complémentaire, pour des entreprises soit exportatrices, soit stratégiques, et présente activement sur plusieurs pays européens peut être le recours à la Banque Européenne d'Investissement, institution de financement à long terme de l'Union Européenne (UE). La BEI a historiquement une activité de prêts destinés aux entreprises, exercée soit directement, soit par l'intermédiaire des banques commerciales, pour financer les projets d'investissement viables qui contribuent à la réalisation des objectifs de l'Union Européenne. L'offre s'adresse aussi bien à de grandes entreprises qu'à des ETI et des PME : elle repose sur des « prêts individuels », qui sont des prêts accordés en faveur de projets ou programmes dont le coût est supérieur à 25 millions d'euros, et des « prêts avec intermédiation bancaire » qui sont des lignes de crédit accordées à des banques et des institutions financières pour les aider à octroyer des financements à des petites et moyennes entreprises désireuses de réaliser des programmes d'investissement dont le coût est inférieur à 25 millions d'euros. La soumission des demandes de prêt individuel à la BEI n'exige aucune formalité particulière. Les promoteurs de projets sont simplement invités à fournir, à la direction chargée des prêts à la Banque, une description détaillée de leur projet d'investissement accompagnée du montage financier envisagé. Toute entreprise souhaitant bénéficier d'un prêt avec « intermédiation bancaire » doit s'adresser directement aux partenaires financiers de la BEI présents dans tous les pays européens.

Certes, la France a abordé la crise Covid-19 avec un niveau d'endettement déjà élevé, ce qui rend le financement d'une politique de relance plus complexe qu'en Allemagne, avec des marges de manœuvre étroites, et des équilibres budgétaires impossibles à restaurer.

La crise est un révélateur de fragilités et un accélérateur de fragmentation. Les réponses des pouvoirs publics sont conditionnées par les forces et les contraintes nationales : état des systèmes de santé, marges de manœuvre budgétaires et monétaires, mais aussi lucidité politique et solidité institutionnelle.

Néanmoins, le chemin vers la normalisation de l'activité économique s'annonce très rapide en Allemagne, où les mesures avaient été bien moins restrictives, mais surtout en France où, en revanche, le confinement a induit une importante baisse de l'activité. A fin juin, l'activité ne serait plus que de 17% inférieure à son niveau d'avant crise en Allemagne et en France, de 23% en Italie mais encore de 30% en Espagne.

En France, le secteur privé a enregistré en juillet 2020 sa première croissance depuis février, grâce notamment à un fort rebond de la production dans l'industrie manufacturière, alors que la reprise n'est pas encore amorcée en Allemagne. Bien que l'on ait toujours une baisse de l'activité globale du secteur privé de la zone euro, plusieurs indicateurs convergent pour évoquer pour la première fois des perspectives de reprise de l'activité à douze mois à la fois dans l'industrie et dans les services.

Le rebond en V est là, bien présent et même plus vigoureux qu'attendu, sans que l'activité ne soit revenue à la normalité pré-crise. Ce rebond mécanique ne doit pas alimenter un optimisme excessif. Une véritable reprise, robuste, n'est pas encore acquise. Le chemin vers une reprise solide et viable est encore semé d'embûches : fragilisation de la situation financière des entreprises, destructions d'emplois, comportements de précaution, demande mondiale affaiblie et le risque toujours présent d'une deuxième vague de l'épidémie

Au niveau européen, l'avancée du débat économique européen permise par le virage d'Angela Merkel sur la dette européenne et le budget européen en discussion, facilite le soutien économique à la Zone Euro (plan de relance de 750 milliards d'euros en négociation) en diminuant le risque de fragmentation qui aurait pu décrédibiliser l'euro. Le plan Macron-Merkel fournira la base d'un compromis en la matière entre les pays les plus touchés par le virus comme l'Italie, l'Espagne, la France et les pays qualifiés de « *frugaux* » du Nord.

Les pays ont progressivement pris conscience qu'une sortie de crise différenciée posait un risque non seulement pour le marché unique et ses chaînes d'approvisionnement européennes, mais aussi pour la monnaie unique : le renforcement de la polarisation et de la fragmentation était à même de générer un choc pour la cohésion de l'UE.

Tout ceci milite pour une phase longue de croissance à venir. Les Etats utiliseront la croissance économique pour résorber les dettes actuelles et les banques centrales continueront le temps nécessaire à être prêteur en dernier ressort.

L'option qui semble accompagner la relance de manière efficace serait donc pour l'Etat français celle de prises de participation dans des entreprises ayant besoin d'un soutien sur quelques années, pour repartir et investir dans la transition nécessaire à un nouveau développement de leur activité. Les titres ainsi achetés peuvent être logés dans une société style SNI : ils pourront ainsi être revendus aux épargnants privés, d'ici quelques mois, à la fin effective de la pandémie ou d'ici quelques années pour les entreprises nécessitant un

accompagnement plus long. L'encouragement pour les particuliers à investir en actions passera sans doute également par une fiscalité favorable.

À ces fins, **des mécanismes de soutien financier s'avèrent indispensables.**

Le Green Deal européen, via *Next Generation EU*, vise à accélérer le développement de la transition énergétique en Europe, la priorité étant donnée à moyen terme à la consolidation du développement de l'éolien et du photovoltaïque ainsi qu'au déploiement d'une économie de l'hydrogène propre. De nombreux secteurs économiques doivent répondre à une profonde mutation de leur environnement.

L'importance des enjeux liés à la relance suscite un intense effort d'innovation, porté par l'intégration successive de technologies du futur, permettant le lancement de nouvelles solutions et la création de nouveaux usages : digitalisation, robotisation, intelligence artificielle, Big Data, réalité virtuelle et réalité augmentée, avec des priorités stratégiques, telles que biotech, *healthtech*, e-santé, *home-care*, connectivité, réseaux télécoms, *agroforestry*, fintech, cybersécurité.

Autant de secteurs où les entreprises françaises ont des atouts, à condition de bénéficier d'un accompagnement et d'un renforcement rapide de leur structure capitalistique...

Achévé de rédiger le 14 août 2020



ACADEMIE DE COMPTABILITE

39 Rue de Prony – 75017 PARIS

Tel : +33 (0)1 47 63 66 41

Contact : cantau@academie-comptabilite.fr

www.academie-comptabilite.fr