

Intervention de Ramon Fernandez, directeur général du Trésor

AGEFI – 1^{ère} édition du Financement des entreprises

Grand Hôtel Intercontinental - 2 rue Scribe, 75009 Paris

Mercredi 4 juin 2014

Madame, Monsieur,

Assurer de bonnes conditions pour le financement de l'économie est l'une des missions essentielles de la direction générale du Trésor. Je vous remercie donc de m'avoir invité à introduire votre 1^{ère} édition du financement des entreprises, ce qui me donne l'occasion de vous présenter les réformes engagées ces derniers mois dans ce domaine, la logique dans laquelle elles ont été conçues, dans un contexte marqué par la crise et les leçons qui en ont été tirées.

Rappelons d'abord qu'il y a un peu plus d'un an et demi, des **incertitudes fortes pesaient encore sur l'intégrité de la zone euro** et que depuis nous avons réussi à **répondre aux interrogations fondamentales qui minaient la confiance dans la zone euro**. Pour corriger les failles de son architecture initiale, des **décisions très importantes en matière de gouvernance et de coordination** des politiques économiques ont été prises, et l'année passée à vue la construction d'une véritable union bancaire, projet que personne n'imaginait possible en 2012. Je ne vais pas faire aujourd'hui devant vous un discours sur les progrès accomplis pour construire une Europe plus forte, même s'il reste beaucoup à faire, c'est une évidence, mais je m'en serai voulu de ne pas rappeler ici ces progrès, parce que c'est vrai, et parce que c'est la raison d'espérer que nous saurons, tous ensemble, poursuivre nos efforts pour obtenir de meilleurs résultats, avec un projet clair et ambitieux.

Ces réformes importantes pour le cadre de nos politiques économiques viennent compléter l'ensemble des réformes, nombreuses, qui ont été engagées pour stabiliser le système financier international en réponse à la crise.

Impulsées depuis 2008, elles commencent à présent à être mises en œuvre.

Elles répondaient à une nécessité impérieuse. La crise nous a rappelé de manière violente que la stabilité financière n'est pas spontanément acquise et que l'instabilité a un coût.

Elles ont permis d'engager un **renforcement très significatif du cadre institutionnel et financier** de nos économies en vue d'assurer une plus grande stabilité, elles nous permettent d'envisager une croissance plus forte et plus soutenable.

Mais souligner la nécessité et les bénéfices des réformes que nous avons engagées ne signifie pas pour autant ne pas se préoccuper de leurs conséquences, à court ou long terme.

D'abord, nous sommes conscients que ces réformes, qui ont souvent été pensées de manière autonomes, peuvent interagir entre elles. Elles peuvent ainsi avoir des conséquences collatérales non souhaitées et peser à court mais aussi à long terme sur le

financement de l'économie. C'est la raison pour laquelle nous sommes particulièrement attentifs à leur montée en charge et à l'apparition de tels effets et que les régulateurs sont prêts à faire preuve de pragmatisme pour ajuster ce qui mériterait raisonnablement de l'être. C'est tout l'intérêt du G 20 ou du FSB que de permettre de mener ces réflexions en échappant aux approches trop segmentées, en silo diraient certains.

C'est aussi le sens de la réflexion engagée en 2014 par le G20 sous présidence australienne sur la question du financement des investissements de long terme.

Par ailleurs, nous en sommes conscients, le **nouvel environnement prudentiel et réglementaire** qui se met en place pour renforcer la stabilité financière **modifie progressivement notre modèle de financement dans lequel l'intermédiation bancaire jouait un rôle prépondérant.**

Cette transformation, que l'on résume souvent de manière un peu rapide par le terme de « désintermédiation », constitue pour notre économie, je pense notamment aux ETI et aux PME, un réel défi. Elle nous oblige à nous adapter, et elle sera l'un des points d'attention du Haut Conseil de stabilité financière que le Ministre des Finances Michel Sapin a réuni hier pour la première fois.

Assurer le financement de l'économie, en ayant toujours au premier rang de nos préoccupations la croissance, est fondamental à un moment où le gouvernement met en place une stratégie économique favorable à l'offre productive et à l'emploi, notamment avec le Pacte de responsabilité et de solidarité, avec des développements conjoncturels qui vont dans le sens d'un **redressement graduel de l'activité** même si celle-ci évolue encore par à-coups

Mais permettez-moi de m'arrêter quelques instants sur ces transformations, pour souligner, d'abord, que nous ne poursuivons pas un agenda de désintermédiation.

La crise a plutôt démontré la résilience de notre modèle de financement. La qualité de l'origination des crédits a permis d'éviter l'apparition de fragilités comme celles que l'on a pu observer ailleurs, aux Etats-Unis ou encore en Irlande ou en Espagne.

Mais elle a aussi montré certaines limites de notre système. Pour prendre un exemple, le creusement progressif d'un besoin de refinancement de marché structurellement nécessaire au financement en crédit des ménages et des entreprises au cours des années qui ont précédées la crise n'était pas soutenable. Il commence d'ailleurs à être beaucoup mieux maîtrisé.

Nous ne voulons donc pas **transformer** notre modèle de financement pour en adopter un autre, plus à la mode ailleurs, mais nous voulons **accompagner** ces évolutions qui doivent permettre de faire émerger un modèle plus résilient tout en tirant mieux partie de nos atouts, au premier rang desquels une épargne longue importante.

Il ne s'agit pas de tout **transformer**, il s'agit d'**ajuster** notre système de financement pour lui permettre de mobiliser l'épargne des ménages pour le financement des entreprises et de la croissance dans des conditions plus robustes.

Pour illustrer ce propos, permettez-moi de parcourir maintenant avec vous l'ensemble des facettes du financement des entreprises : financement en dette, financement en fonds propres mais aussi, le financement « invisible » qu'est le crédit interentreprises. Sur chacun de ces trois aspects, le gouvernement s'emploie à améliorer la situation au travers de chantiers qui peuvent sembler parfois très techniques mais qui s'inscrivent dans une perspective d'ensemble que je voudrais mettre en évidence. Et je sais que je m'adresse ici à des experts...

Le financement en dette

Le financement en dette des entreprises est le financement le plus « visible ». Nous avons, tout au long de la crise, surveillé de près son évolution. Nous nous sommes tenus prêts à intervenir pour éviter l'apparition d'un *credit crunch*. Grâce à un certain nombre d'interventions de l'ensemble des autorités publiques (réactions décisives de la **politique monétaire** dans un contexte français qui permet d'en assurer efficacement la transmission au financement des entreprises, **soutien au secteur bancaire** dans un contexte de crise systémique, mise en place de la **médiation du crédit** pour débloquer certaines tensions, mobilisation ciblée de Bpifrance, etc.), une telle situation a été évitée.

Néanmoins, si elle a été évitée, c'est aussi parce que, dans une période de conjoncture mal orientée, la demande de crédit a été assez atone. Or l'enjeu à présent est de s'assurer que le retournement qui s'amorce, et avec lui le raffermissement de la demande de crédit, ne soient pas entravés par un offre de crédit qui ne pourrait pas suivre.

Dans ce contexte, il faut d'abord **préserver le financement bancaire là où il est le plus utile et le plus efficace**, en particulier **auprès des PME**.

Les entreprises ont aujourd'hui en règle générale un accès aisé au crédit dans notre pays. Les encours de crédit des PME, structurellement dépendantes du crédit bancaire pour **leur financement en dette, sont en effet toujours en croissance**, certes faible mais à mettre au regard du contexte économique difficile que nous subissons. Les chiffres à fin mars montrent que **les encours de crédits aux PME ont cru de +0,9 %**. Plus généralement, les encours de crédit toutes entreprises confondues sont quasi stables en rythme annuel à +0,1 %.

Ça ne veut pas dire que des tensions spécifiques n'existent pas. C'est le cas par exemple des **crédits de trésorerie** dont les encours sont totalement atones depuis bientôt un an et pour lesquelles les conditions d'octroi se sont dégradées au dernier trimestre 2013 avant de s'améliorer en début d'année. De la même manière, des remontées du terrain nous

amènent à penser que **certaines TPE** peuvent aujourd'hui éprouver des difficultés à trouver des financements.

C'est pourquoi nous restons vigilants : les Ministres des Finances et de l'Économie attendent dans les prochaines semaines les conclusions de la **mission confiée à l'Observatoire du financement des entreprises**, présidé par la Médiatrice nationale du crédit, Jeanne-Marie Prost, **sur le financement des TPE**, afin que soient documentés précisément les besoins et les modes de financements de ces entreprises pour poser un diagnostic aussi précis que possible sur les difficultés éventuelles.

Par ailleurs, la **mise en place de Bpifrance a eu lieu en 2013**. Elle n'a pas vocation à se **substituer** aux acteurs privés du financement mais vise clairement à **répondre aux situations de carence et aux situations de tensions identifiées sur certains segments du marché du crédit**, et intervient pour permettre à des projets rentables qui sont « à la marge » des financements privés de pouvoir être entrepris. En 2014, **Bpifrance a étoffé son offre** à l'attention des PME et des ETI en commercialisant **un prêt croissance export** pouvant aller jusqu'à 5 M€, et d'autres initiatives verront le jour pour soutenir l'export d'ici la fin de l'année.

Parallèlement, dans la mesure où le développement de modes de financement alternatifs au crédit bancaire pour les entreprises qui le peuvent participe aussi à la préservation de la capacité de financement des PME par les banques, **il faut encourager et accompagner une diversification des modes de financement en dette des entreprises qui ont la capacité et la surface financières pour s'engager dans cette voie**.

Les **grandes entreprises utilisent d'ores et déjà très largement les marchés, notamment les émissions obligataires, pour se financer**. Le financement en dette de marché a crû de +6,7 % sur un an en mars.

Pour faciliter l'accès au marché de dette des ETI et grosses PME et faciliter la capacité des assureurs à investir dans ce type d'actif, plusieurs initiatives ont par ailleurs été menées.

D'abord, **le développement rapide du marché des placements privés – les Euro-PP – en France bénéficiera aux ETI**. Ces opérations de financement à moyen ou long terme entre une entreprise et un nombre limité d'investisseurs institutionnels ont commencé à se développer de manière significative au cours de l'année 2012. Les travaux engagés il y a un peu plus d'un an, à l'initiative de la Place et avec le soutien de la Banque de France et du Trésor, pour développer un marché robuste en permettant l'émergence de standards de marché satisfaisant pour l'ensemble des acteurs concernés (entreprises, investisseurs, arrangeurs) ont porté leurs fruits avec la rédaction d'une Charte désormais endossée par l'ensemble des associations professionnelles concernées.

Indirectement, la **facilitation du refinancement par le marché des créances PME, notamment dans le cadre d'une titrisation maîtrisée**, constitue également un enjeu important. La relance d'un marché de la titrisation, ou, pour être tout à fait exact, le

lancement d'un véritable marché de la titrisation en Europe qui soit suffisamment robuste et profond pour jouer un rôle macroéconomique, est un enjeu fondamental. C'est un constat désormais clairement posé par la BCE qui en a fait une priorité, même s'il ne faut pas sous-estimer les difficultés techniques et alors même que le traitement prudentiel de ce type d'actif a probablement été renforcé de manière excessive suite à la crise – du moins pour les opérations de titrisation les plus simples et les plus robustes.

C'est sur la base de ce constat qu'a été conduite, avec le soutien de la Banque de France, une initiative qui a permis à la Place de se doter, en avril dernier, d'un **véhicule simple, économique et sûr pour la titrisation de créances privées**. Son utilisation est de nature à faciliter le refinancement dans le marché et auprès de l'eurosystème des crédits aux entreprises, il est devenu pleinement opérationnel il y a quelques semaines en réalisant une première émission de 2,65 Md€.

C'est aussi dans ce contexte que **la Commission, conjointement avec la BEI, travaille à faire émerger des solutions collectives**.

Parallèlement, la **réforme du code des assurances, via le décret du 2 août dernier sur les fonds de prêt**, accompagne le développement de ces initiatives à destination des ETI et des PME de grandes tailles, mais également dans le cadre de financements d'infrastructures, par les assureurs.

Depuis la publication du décret, environ 5 Md€ ont déjà été mobilisés par les entreprises d'assurance et la montée en charge se poursuit : à horizon de quelques années, cette évolution devrait permettre d'apporter quelques dizaines de Md€ de financements de l'économie au travers d'instruments de dettes.

Et nous pouvons aller plus loin : une **consultation est actuellement en cours sur un projet de décret venant élargir la réforme de 2013** qui a permis le développement de ces fonds de prêts à l'économie. Le projet soumis à consultation vise d'abord à **étendre aux mutuelles et aux institutions de prévoyance** régies par le code de la sécurité sociale la possibilité d'investir dans ces fonds de prêts à l'économie. Il vise également à **élargir les créances admissibles à l'actif** de ces fonds, en y ajoutant les créances sur les Etat membres de l'Union européenne, sur les personnes morales exerçant une activité artisanale mais également, tenant mieux compte de la manière dont sont structurées les ETI et les grosses PME, sur les holdings de financement, ces structures intermédiaires dont l'objet exclusif est de détenir des personnes morales pouvant bénéficier de ces financements. L'objectif est de pouvoir couvrir les opérations de financement, telles qu'elles sont structurées aujourd'hui, un grand nombre d'entre elles (notamment le financement infrastructure ou aéronautique) ayant en effet fréquemment recours à une structure intermédiaire. En fonction des retours qui seront obtenus, cette réforme pourrait aboutir à la rentrée.

Voilà pour ce qui concerne l'accès au crédit le plus visible.

Le crédit interentreprises

Un mot sur le **crédit interentreprises, qui constitue un type de financement parfois oublié** lorsque l'on parle de financement en dette des entreprises mais qui constitue *de facto* une dimension structurante de la problématique financière des entreprises. En pratique, l'encours de crédit interentreprises représente environ 850 Md€. Même si ce n'est pas tout à fait comparable, c'est un chiffre qui peut se rapprocher des 1 400 Md€ de financement en crédit et dette de marché des entreprises.

Abordé sous l'angle un peu réducteur des délais de paiement ou celui, pathologique, des **retards de paiement**, il peut alourdir la charge financière supportée par l'entreprise qui les subit lorsqu'ils s'allongent, avec un potentiel déstabilisateur.

La LME avait permis d'engager une réduction importante des délais de paiement mais ce mouvement paraît marquer le pas ces dernières années et la proportion d'entreprises en situation de non-conformité vis-à-vis du délai légal reste aujourd'hui significative.

Les **compléments apportés par la loi relative à la consommation** (avec le renforcement du dispositif de suivi des délais et du régime de sanction des retards) garantiront une **plus grande effectivité du cadre réglementaire** qu'il s'agit à présent de stabiliser dans le temps.

Mais encore une fois le crédit interentreprises ne doit pas être la variable d'ajustement qui permet au plus fort de reporter ses difficultés sur des sous-traitants dans une situation de dépendance. Au-delà du seul prisme, très réducteur, des délais de paiement, ces sujets relèvent d'abord d'un changement de comportements, qu'il s'agisse d'adopter une **démarche proactive dans la gestion de leur trésorerie** notamment en ayant recours aux instruments de financement et de couverture du poste client ou de **promouvoir un comportement responsable** dans le cadre d'une relation client-fournisseur plus équilibrée.

Le financement en fonds propres

Au-delà du financement en dette qui permet de financer l'activité « normale », le **financement en fonds propres constitue probablement l'enjeu fondamental du renforcement de notre potentiel de croissance : il est une condition *sine qua non* du développement des entreprises innovantes ou à fort potentiel de croissance** qui sont elles-mêmes au centre du dynamisme et du renouvellement de notre économie.

Une entreprise qui des fonds propres suffisants, c'est une **entreprise qui peut prendre des risques** et se projeter vers l'avenir.

Le financement en fonds propres constitue un **écosystème complet** depuis le **crowdfunding** et la *love money*, en passant par le **capital-risque** et le **capital investissement**, jusqu'à des financements par le biais de **marchés organisés**. C'est à l'amélioration de l'ensemble de cet écosystème, beaucoup plus complexe que celui du financement en dette, que nous avons travaillé cette année et travaillons encore.

Le crowdfunding

Nous avons ainsi mis en place un cadre novateur et sécurisant des modes de **financement participatif**, qu'il se fasse par la souscription de titres ou l'octroi de prêts. L'ordonnance, publiée mercredi dernier, devrait renforcer la confiance des investisseurs et des prêteurs nécessaire au développement de cette forme de financement. La réforme entrera pleinement en vigueur au 1er octobre de cette année, les textes réglementaires d'application de l'ordonnance devant être pris courant juillet.

Elle concilie d'importantes **souplesses accordées aux plateformes** de *crowdfunding* et des mesures efficaces de **protection des investisseurs** afin que l'essor du financement participatif se fasse dans une confiance partagée :

- Des plateformes pourront ainsi proposer des offres de titres financiers sans avoir l'obligation d'établir un prospectus. Les sociétés par actions simplifiées pourront en bénéficier, ce qui est essentiel pour amorcer le financement de jeunes sociétés.
- Les particuliers pourront accorder des crédits directement aux entreprises, ce qui déroge au monopole bancaire.

Le capital-risque et le capital investissement

Ensuite, si l'on souligne généralement l'existence d'une réelle **capacité d'investissement et de savoir-faire des fonds d'investissement**, en particulier de capital-risque, qui assure là encore qu'une entreprise présentant de réelles perspectives (même risquées) peut trouver les moyens de son développement, on revient aussi assez souvent sur deux difficultés.

Du côté des fonds, la capacité d'investissement pourrait **fléchir à l'horizon de quelques années** si leur collecte ne parvient pas à renouer durablement avec des niveaux suffisants.

Ainsi, **cette année**, au-delà du rôle direct joué par l'Etat via Bpifrance en tant que souscripteur de nombreux fonds de capital investissement et des incitations fiscales données aux particuliers à la souscription des FCPI et FIP, la participation plus forte des **grandes entreprises** au financement en fonds propres des PME innovantes, ce que l'on appelle le **« corporate venture »** ou « capital investissement d'entreprise », **a également été encouragée** via l'ouverture d'un droit à amortissement des prises de participations de ces entreprises au capital de PME innovantes. Les souscriptions à des fonds de capital-risque ouvrent droit à cet amortissement au même titre que les prises de participations directes.

Mais, au fond, le véritable enjeu est celui de la **présence pérenne d'investisseurs institutionnels** capable de contribuer à la constitution de fonds de taille suffisamment importante pour pouvoir accompagner les entreprises jusque dans les dernières phases de leur développement et leur permettre de confirmer leurs premiers succès et de devenir des ETI voire des grandes entreprises prometteuses.

Il s'agit d'un objectif ambitieux mais d'un objectif raisonnable. Je note par exemple, d'une manière plus générale, l'initiative de certains investisseurs institutionnels dans le secteur de

l'assurance qui ont mis en place un Fonds stratégique de participation pour leur permettre de financer en fonds propre des entreprises de grande taille.

Le financement en actions sur les marchés (Enternext et Euronext)

Enfin, le financement en fonds propres, c'est bien sûr le **financement en actions par le marché**.

En **lançant Enternext en mai 2013, NYSE-Euronext a entendu l'expression d'un besoin spécifique des PME et ETI**, avec un objectif de multiplication par cinq du nombre d'introductions en bourse de PME et ETI en 2015, et de **premiers signes prometteurs** :

- les **opérations boursières s'accélèrent**, avec un nombre croissant d'entrées en bourse ;
- un **nombre significatif de sociétés ont entrepris des démarches** auprès d'Enternext, envisageant de recourir à ce mode de financement lors des prochaines années. Fait nouveau, ces sociétés sont issues de tous les secteurs industriels et de service français ;
- les souscriptions, notamment des particuliers, aux opérations sont élevées ;
- de grosses opérations, créent le *momentum*, avec un effet d'entraînement notamment pour les petites et moyennes entreprises.

D'autre part, il y a aussi bien sûr l'avenir d'Euronext. Suite au rachat du NYSE par ICE. Après la cotation d'Euronext prévue ce mois-ci, les bourses continentales s'autonomiseront du groupe ICE-NYSE. Un noyau « dur » et stable d'institutions financières européennes constituera le socle actionnarial d'Euronext ; il représentera le tiers du capital d'Euronext. Ce noyau est un gage important d'un **projet de développement ambitieux de la bourse, au service des utilisateurs et du financement de l'économie**. Nous pouvons tous nous féliciter, vous savez l'importance que nous attachions à ce projet.

Et plus globalement, c'est à l'avenir de la Place de Paris qu'il convient de travailler. Elle contribue en effet de manière importante à l'économie nationale et régionale (l'industrie financière représente dans son ensemble plus d'un million d'emplois directs et indirects et environ 4,5% du PIB¹, et pour la seule Ile-de-France environ 500 000 emplois directs et indirects et 6,4% du PIB) mais elle perd des place dans la compétition internationale.

Or, il faut une place forte et dynamique pour aider au financement de l'économie et en particulier des entreprises. Michel Sapin réunira donc le 16 juin un **Comité pour la Place financière de Paris à horizon 2020**. Ce comité regroupera l'ensemble des parties prenantes : acteurs de la Place, entreprises, élus et régulateurs. Il aura pour vocation de structurer et dynamiser la réflexion collective sur la compétitivité de la Place, l'allocation de l'épargne et

¹ Etude Paris Europlace - les emplois indirects prennent en compte instances de régulation, les prestataires de services d'accompagnement et les autres acteurs des services financiers tels que les mutuelles.

les instruments du financement de l'économie. La France a des atouts : elle bénéficie d'une épargne abondante, d'un dynamisme entrepreneurial dans des secteurs à forte valeur ajoutée et d'une force de travail très qualifiée dans le domaine financier : le comité se penchera sur les conditions nécessaires pour que le pays en tire un meilleur parti.

L'orientation de l'épargne et les chantiers fiscaux

Enfin, il n'y a **pas de financement sans capacité de financement qui est *in fine* l'épargne des ménages**. L'épargne, c'est le carburant du financement. Son orientation constitue un enjeu décisif pour lequel **la fiscalité et le cadre législatif et réglementaire représentent deux leviers importants pour accompagner les réformes qui touchent plus directement au financement des entreprises**.

Le **PEA-PME** créé en 2013 est ainsi appelé à jouer un rôle complémentaire aux initiatives de redynamisation des financements en fonds propres en collectant une ressource additionnelle pour permettre à ces initiatives de trouver rapidement une taille critique.

Et de la même manière, la **réforme de l'assurance-vie en cours de mise en œuvre** vise à permettre que cette dernière puisse être davantage mobilisée au service du financement de l'économie, et en particulier au bénéfice des PME et des ETI. Les textes permettant le développement des nouveaux contrats dits « euro-croissance » et « vie-génération » seront pris dans les prochaines semaines.

Avec l'« **euro-croissance** », il sera possible de proposer au souscripteur, aux côtés des fonds traditionnels en euros, garantis à tout moment ou des fonds en unités de comptes, des fonds dits « croissance », qui pourront offrir une garantie du capital, dans une proportion laissée au choix du souscripteur, à un terme, minimal de 8 ans. Grâce à cette garantie à terme et non plus à tout moment comme sur les fonds euros traditionnels, les **assureurs peuvent investir davantage dans des supports en actions** offrant une meilleure espérance de rendement, ce qui favorise par la même occasion le financement en fonds propres des entreprises tout en permettant aux assurés de prendre un risque maîtrisé.

Avec le contrat « **vie-génération** », l'assuré bénéficiera du maintien d'un régime fiscal favorable lors de la transmission de son patrimoine. En contrepartie, il devra accepter **une allocation d'actifs plus conforme aux besoins en financement de l'économie**. Ce contrat incitera ainsi les assurés qui le peuvent, ceux qui possèdent les patrimoines les plus importants, à prendre davantage de risque et à investir notamment dans des PME et ETI, mais aussi l'économie sociale et solidaire et le logement social et intermédiaire.

J'en ai terminé avec ce tableau qui doit vous laisser épuisés. Beaucoup a été fait depuis plus d'un an pour contribuer à créer un écosystème favorable au financement de nos entreprises dans le contexte nouveau créé par un environnement réglementaire et prudentiel exigeant.

Mais si l'essentiel de notre travail en matière de conception est désormais largement abouti, il nous revient d'achever ce que nous avons commencé pour assurer cette plus grande stabilité qui est la condition d'une croissance plus forte, plus soutenable et plus juste. Pour les mois à venir, nous savons aussi que nous devons rester attentifs à la bonne cohérence d'ensemble des initiatives mises en œuvre jusqu'ici, et que je viens d'évoquer. Pour cela, nous avons besoin de votre concours, de vos idées, de vos initiatives, pour ajuster le tir si nécessaire, pour identifier les failles, pour compléter nos dispositifs. Nous sommes à votre écoute.

Je vous remercie de votre attention.