



1) Le taux d'intérêt est mort: La fin de l'économie de la rente sécurisée par l'inflation

La baisse des taux d'intérêt qui avait permis de s'endetter toujours davantage à coût constant depuis le début des années 1980, sécurisée par la valorisation continue des actifs, a mécaniquement cessée en 2008. Avec le retournement à la hausse des taux d'intérêt, la financiarisation généralisée au cours de ces « Trente Flambeuses » s'est mue en crise durable provoquée par l'émergence de risques successifs supportés par le système bancaire, qui maintiennent les économies développées dans un état dépressif :

- i. risque de liquidités issu d'une défiance interbancaire systémique sur la solidité de leurs bilans, fragilisés par les menaces de dépréciation des actifs financés ainsi que celles des défaillances des Etats,
- ii. plus rapproché, risque de baisse chronique de leur rentabilité.

En huit ans, les banques centrales des Etats-Unis, de la zone euro, du Japon, de la Grande Bretagne, sans parler de la Banque de Chine, ont déversé l'équivalent de 10 000 Mds de dollars. Le programme d'achat d'actifs lancés en Europe le 9 mars 2015, initialement prévu jusqu'à septembre 2016, pour une enveloppe globale de 1 140 Mds d'euros, peine à redonner son souffle à l'économie européenne et à l'inflation.

En lançant son Quantitative Easing (QE), la Banque Centrale Européenne (BCE) a joué son va-tout pour tenter d'encourager l'investissement nouveau et la croissance. Après avoir alimenté les banques en liquidités par des programmes de prêts et de refinancement de créances, elle les injecte depuis lors, en coordination avec les banques centrales nationales, via le marché financier, par rachat de titres, dont les valorisations sont ainsi soutenues, en commençant par ceux émis par les Etats, puis par les grandes entreprises de la zone euro.

Dans le meilleur des mondes, tout un chacun devait y gagner. Ces interventions volontaristes rassurent les investisseurs et maintiennent les taux bas, voire les font baisser encore davantage.

La BCE se protège en portant son action sur les titres aux meilleures signatures. Ainsi rassurés et par effet d'assèchement du marché, les investisseurs s'orientent vers des placements, anciens ou nouveaux, mieux rémunérés. Les banques améliorent leurs marges en maintenant autant que possible les taux des prêts octroyés. Les entreprises lèvent au moindre coût encouragé par la désintermédiation, les ressources nécessaires à leurs investissements, sinon de développement, tout au-moins de renouvellement.

Victoire éclair tant espérée se concrétise. Dès le 13 mars 2015, le CAC 40 franchit la barre de 5 000 points et le taux de change tombe en dessous de 1,05. Les taux français inférieurs à 5 ans sont négatifs, atteignent 1,23% à 50 ans, ceux à 10 ans s'élèvent à 0,18% en Allemagne et 0,48% en France. Les cours des foncières s'envolent, l'inflation dans la zone euro passe de -0,6% en janvier en glissement annuel à -0,1% en mars, les crédits bancaires augmentent. La BCE revoit de 1% à 1,5% la croissance attendue dans la zone euro pour 2015.

Au 30 septembre 2015, l'indice CAC 40 revient cependant à son niveau du 21 janvier, à la veille de l'annonce du QE, malgré les profits des entreprises en hausse de 30% sous les effets de change, de taux d'intérêt et de prix de pétrole favorables. Le renoncement en septembre de la FED à augmenter les taux d'intérêt américains, conjugué au discours accommodant du 22 octobre à Malte de Mario



Draghi qui annonce une éventuelle nouvelle action en décembre 2015 avec tous les outils déjà utilisés à sa disposition (allongement de la durée du programme de septembre 2016 à mars 2017 avec maintien des taux bas, augmentation du montant d'achat mensuel de 60 à 80 voire 90 Mds €, élargissement de la nature des actifs achetés) le propulse à nouveau dans une tendance à la hausse.

Ces enchères embarquent tous les acteurs financiers dans une spirale de taux de plus en plus bas, encouragée par l'absence d'offres suffisantes pour satisfaire à la stratégie du QE de la BCE.

Au cours de l'été 2016, l'aventure des taux dans ces terres inconnues prend encore une nouvelle dimension. L'Allemagne émet sur le marché primaire pour la première fois de son histoire une dette à 10 ans de 4 Mds € à échéance août 2026 à un taux de -0,05%, cette fois-ci inférieur à la limite des -0,04% que s'était fixée la BCE pour son taux de dépôt. La moitié de la dette allemande devient désormais inéligible au QE de la BCE qui doit cependant en acheter en priorité selon le principe du respect de la clé de répartition de son capital. En zone euro, se sont désormais près de 30% des obligations nominales qui affichent un rendement inférieur aux taux de dépôt de la BCE.

L'ensemble des banques centrales dans le monde ressemble à des hedge funds aux bilans surgonflés. Ces politiques ne peuvent conduire qu'à des bulles d'actifs (immobilier, actions, obligations) pour les uns, faire plonger les économies dans des trappes à liquidité pour les autres, et peut-être les deux à la fois.

L'énorme création monétaire mondiale ne s'est pas traduite par une hausse de l'inflation comme le prévoyait les théories monétaristes, parce que le moteur de transformation des banques n'a pas fonctionné. Elles sont trop frileuses pour répercuter sur le client les effets de la politique monétaire accommodante. Et encore faut-il qu'il y ait une demande de crédit.

Début 2016 est noir pour les Bourses Mondiales. Le 12 février, l'indice mondial MSCI World accuse une baisse tendancielle de 11,5%. Le Dow Jones a reculé de 10% et le Nasdaq de 14%. Le Dax allemand et l'IBEX espagnol : -17%, et l'indice MIB à Milan, la meilleure performance parmi les places européennes en 2015 (+12,5%) plonge de 23%. L'indice Nikkei 225 recule de 21,4%. Les établissements bancaires sont dans la cible. Les banques européennes chutent à leur plus bas niveau depuis 2012 : -325 Mds de capitalisation depuis le début de l'année.

L'environnement de taux bas, devenus négatifs, pèse sur leurs marges, tandis que l'extrême volatilité qui règne sur les bourses a freiné leurs activités de marché.

Avec leur politique de taux zéro ou négatif, les banques centrales fragilisent tout le système bancaire traditionnel, celui des dépôts et des crédits dont a besoin toute économie. Quand l'argent vaut zéro, voire rémunéré à des taux négatifs, tous les repères disparaissent. L'argent déposé devient une charge. L'aplatissement de la courbe des taux est dommageable à l'activité de transformation, cœur de métier de la banque de détail.

Ce rognement des marges des banques de détail paraît difficilement compensable par une perspective de croissance des volumes en 2016, ces derniers en grande partie constitués de renégociation et de rachats de crédits (principalement à l'habitat) qui ont également un impact durable sur les produits d'intérêt.

Les banques universelles démontrent une certaine résilience, mais la volatilité de leurs PNB entre les différentes activités du modèle s'accroît. Elles ont accentué leurs activités de gestion de l'épargne, contribué au mouvement de désintermédiation au profit des arrangeurs d'émissions obligataires d'entreprises - à la fois côté offre, en réduisant le coût de la dette de marché pour les émetteurs, et côté demande, en aiguisant l'appétit des investisseurs en quête de rendement.



Dès la 2^{ème} moitié de 2015, les volumes et revenus de trading ont baissé alors que le démarrage du QE les avait stimulés.

Dans ce contexte, les exigences réglementaires (ratios de liquidité à court terme (LCR) et de ressources stables de financement (NFSR), qui obligent les banques à maintenir/constituer un stock élevé d'actifs liquides de haute qualité et peu rémunérateurs, nécessitent de fait un accroissement du besoin de fonds propres. Le niveau de leur rémunération attendu par les marchés ne crédibilise cependant pas la pérennité des savoir-faire des banques à moyen terme, excède le raisonnable si l'activité bancaire de collecte et de financement est supposée relever du « service public ».

Le FMI a alerté sur les faiblesses structurelles des banques européennes. Les observateurs et les banques centrales prennent conscience de ce qui est désormais connu sous le nom de « rendement marginal décroissant » des mesures de politique monétaire prises.

Avisée, la BCE aurait lancé une réflexion sur la fin ou plutôt sur le ralentissement de ses achats de titres (tapering). Des rumeurs d'une diminution des rachats de 10 Mds Mensuels à partir de mars 2017, fin théorique du programme, commence à courir. Elles sont parallèlement démenties.

Le sentiment qui domine dorénavant dans l'esprit des investisseurs est celui d'une inévitable inflexion de la politique monétaire afin de redonner du souffle au système bancaire.

Le « tapering » n'est pas forcément ce que le marché attend, mais les investisseurs ont compris que s'annonce la fin des taux durablement bas qui mettent en danger le secteur bancaire, avec lui la confiance dans le marché boursier.

La FED prépare le terrain en faveur d'une hausse de taux en décembre 2016. La probabilité associée à une hausse des taux antérieure avait chuté de 28% à 22% dans le courant de l'été 2016. Pour décembre, elle a en revanche progressée de 45% à 60%, laissant espérer qu'une telle hausse serait anticipée et aurait un impact faible sur les marchés.

Pour autant, la Banque du Japon a agi fin septembre en sens inverse. Elle a fait savoir qu'elle pilotera dorénavant la courbe de taux d'intérêt en vue de maintenir le taux à 10 ans à 0%. Cette annonce a fait fortement réagir le marché des actions nippons à la hausse, conduit par les financières, renforçant ainsi la volatilité des marchés.

Cette perturbante représentation de la courbe des taux (négative jusqu'à 10 ans puis positive), permettrait aux établissements financiers de dégager une petite marge accrue de transformation, en empruntant d'un côté à court terme à taux négatifs et de l'autre en prêtant à long terme à taux positifs.

La BCE et de la Banque du Japon poussent les investisseurs à la recherche d'obligations souveraines à se tourner vers les Etats-Unis pour bénéficier de meilleurs rendements. La FED pourrait ainsi augmenter ses taux plus facilement. Mais les Etats-Unis subissent alors une hausse pénalisante du billet vert face à l'euro ou au yen.

En juin 2015 le Fonds Monétaire International (FMI) avait dissuadé la FED de relever ses taux.

Alors que la mondialisation aiguise les offensives concertées sur les taux de change, les banquiers centraux poursuivent leur plus grande expérimentation en matière de politique monétaire dans l'histoire du monde. La banque coopérative bavaroise Raiffeisenbank a déjà envisagé de taxer les dépôts de plus de 100 K€ à 0,4%, afin de compenser tous les effets de la politique de taux négatifs



menée par la BCE depuis 2 ans. Et quand les rendements d'Etat à dix ans rapportent 0% par an, les rentiers sont euthanasiés.

La seule solution aujourd'hui pour espérer de gagner de l'argent consiste à accepter et organiser la prise de risques.

2) Le Financement 4P : une solution pour remobiliser/redonner confiance à l'épargne/investissement

Face à ces inconnues aux orientations potentiellement divergentes, à des fonds propres très volatiles dans un environnement économique en berne, investis à l'étranger sans toujours avoir un contrôle rapproché efficace, il importe d'offrir, pour satisfaire aux besoins de revenus des fonds d'investissement, parmi lesquels de retraite, des produits financiers conciliant un couple (risque ; rentabilité) plus attractifs.

Financement 4P : définition

Le Financement 4P constitue un moyen de financement original, alternatif et hybride comparé au prêt avec intérêt et au capital-risque. Ce n'est ni une participation au capital d'une entreprise, ce qui le distingue d'une obligation convertible après conversion, ni un prêt participatif à destination des entreprises régi par la loi du 13 juillet 1978 amendée le 2 août 2005, ni un titre participatif créé par la loi du 3 janvier 1983 et dédié aux entreprises publiques et coopératives, ces derniers rémunérés par une partie fixe (taux d'intérêt) et une partie variable (clause de participation aux bénéfices), ni une rente née de la propriété du bien financé.

Le Financement 4P se conçoit comme une dette « senior » remboursable de 1^{er} rang, pari-passu avec les autres formes de crédit classique / crédit-bail / location. Sa rémunération est fondée sur le partage, selon un pourcentage convenu à l'avance et contractualisé, des résultats d'exploitation (EBITDA) escomptés, positifs voire exceptionnellement négatifs, tels que définis ci-dessous.

| | |
|----------------------------------------|---|
| chiffres d'affaire (récurrent) | + |
| Achat consommé | - |
| Autres charges d'exploitation | - |
| Loyers , charges locatives / Locations | + |
| Impôts, taxes et versements assimilés | - |
| Salaires et traitements | - |
| Charges sociales | - |
| Participation des salariés | - |
| EBITDA (avant locations) | = |

Prioritaire, la créance est sécurisée par toutes les formes habituelles de garanties et d'engagements, notamment d'information. Les rémunérations des avances et des fonds propres lui sont subordonnées.



Le Financement 4P répond donc aux critères classiques d'une créance :

- il est remboursable : l'imputation d'une éventuelle rémunération négative (c'est-à-dire une perte pour le débiteur) vaut paiement effectif,
- sa rémunération est déterminable,
- la cessation de paiement est constatée en cas d'incapacité de remboursement
- la clause d'exigibilité anticipée du prêt peut être activée en cas de non-respect des autres obligations et engagements du débiteur

La remise de dette en cas d'une rémunération négative est inconditionnelle, immédiate et automatique en contrepartie pour le créancier du bénéfice permanent d'un rapide retour à meilleure fortune du projet. Ce cas de figure est exceptionnel car il signifie une implication forte du débiteur en fonds propres pour honorer l'échéance de remboursement de sa dette.

Financement 4P versus Financement classique : argumentaire

Prendre l'EBITDA ou l'EBE comme indicateur de rentabilité, avant amortissement des investissements qu'il convient de financer et avant provisions (et reprise de provisions) hors activité courante, est pertinent pour déterminer le pourcentage du partage. Il écarte, sinon les restreint, les complications d'une rémunération négative qui n'a pas cours dans la pratique, et qui ne serait pas saine.

La rémunération d'un prêt par un « pourcentage de partage de l'EBITDA/EBE » constitue une vision innovante qui permet de désamorcer tout débat déconnecté de la réalité sur son taux d'intérêt, avec ou sans indexation. Le prêteur se présente comme un accompagnateur de l'entreprise, sans pour autant être philanthrope, le Financement 4P, intégrant l'inflation, devant être intrinsèquement rentable.

Ce pourcentage de partage, corrélé ci-après à un taux fixe moyen terme « normatif », résulte d'une négociation fonction de l'appréciation du risque.

Si le projet de l'entreprise est bien calibré, étant positionné en dette « senior », le prix du Financement 4P ne devrait pas supérieur à celui d'un prêt classique.

Pour exemple, soit deux prêts d'un montant égal d'une durée de 5 ans mis en place deux années consécutives (1250 K€ en N et 1250 K€ en N+1), sous la forme d'un financement classique (P+1 constant) ou d'un Financement 4P remboursé linéairement. A chaque mise en place, taux d'intérêt fixe du prêt classique et TRI du Financement 4P sont égaux, ce dernier corrélé au pourcentage de partage à l'instant considéré.

Des hypothèses retenues pour la simulation (hors impact d'un historique et/ou du BFR.FR), il résulte que :

| | année 1 | année 2 | année 3 | année 4 | année 5 | année 6 | année 7 | |
|--------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------------|
| variation CA | 2% | 10% | 5% | 5% | 2% | 2% | 2% | |
| Financement 4P | | | | | | | | cumuls |
| Charge financière | 11 | 33 | 40 | 48 | 51 | 25 | 0 | 208 |
| Remboursement emprunts | 250 | 500 | 500 | 500 | 500 | 250 | 0 | 2 500 |
| Prêts /obligations classiques | | | | | | | | cumuls |
| Charge financière | 34 | 61 | 48 | 35 | 21 | 7 | 0 | 206 |
| Remboursement emprunts | 237 | 480 | 493 | 506 | 520 | 263 | 0 | 2 500 |



- 1) Le Financement 4P s'adapte à l'évolution du projet/l'entreprise : la charge financière est d'autant plus allégée en début d'opération que les hypothèses de progression économique sont favorables et offrent des perspectives d'« upside » élevées à terme. Cet allègement est l'expression de l'appréciation du risque de l'opération.
- 2) Le remboursement linéaire du capital diminue plus rapidement l'exposition en risque du prêteur/investisseur; l'échéancier de remboursement est cependant modulable.

Toutes choses égales par ailleurs, la comparaison fait apparaître que le Financement 4P produit sur la période considérée le quasi-même résultat qu'un prêt classique, en termes de charges financières, de cash-flows nets, de fonds propres et d'endettement net. Ce constat précieux permet de faire ressortir les différences entre les deux approches, Financement 4P et le financement classique, année par année.

Parmi les arguments spécifiques au Financement 4P,

- pour l'emprunteur, le poids de la charge financière est « implicitement certain » car toujours proportionnel au résultat,
- pour l'investisseur, le rendement sur les dernières années (frais financier sur capital restant dû) devient très attractif sur les dernières échéances ; argument peut-être difficile à admettre, mais il semble équitable que les avantages procurés par le Financement 4P à l'entrepreneur trouve une contrepartie en faveur de l'investisseur si le projet réussit voire se porte mieux que prévu. ; preuve aussi qu'en cas de forte probabilité de succès, le TRI initial peut être diminué par rapport au taux d'intérêt « normatif » de référence.

Dans un environnement économique et monétaire douteux, le Financement 4P présente pour avantages, en contrepartie d'une telle prime à mesurer, d'écarter, sans coût, les risques de variation adverse de taux d'intérêt et de dépréciation du capital induite. L'entreprise/projet se libère de son carcan né de décisions exogènes ; sa valeur est toujours en phase avec son économie réelle.

Le Financement 4P est lui-même dé-corrélé des valeurs d'autres actifs : la valeur de la créance varie en fonction de son seul TRI escompté.

Financement 4P et Financement classique : cohabitation à risque

Soit 3 situations :

- Le résultat / EBITDA est largement suffisant pour honorer les rémunérations et de la dette 4P et de celle à intérêt : pas de problème si cela est convenu et admis ainsi ; des conventions peuvent cependant être éventuellement imaginés pour restreindre d'éventuelles injustices favorisant la rémunération des prêts classiques,
- le résultat / EBITDA est négatif : les charges financières des deux types de créances seraient, sauf trésorerie accumulée disponible, en défaut ; pour autant le prêt classique serait avantagé, ce qui justifie une perspective de rémunération croissante associée au Financement 4P,
- le résultat / EBITDA est positif, mais la trésorerie s'avère néanmoins insuffisante pour honorer les intérêts de la dette classique et la rémunération de la créance 4P, les premiers étant déconnectés de la performance ;



Dans ce dernier cas, ce sont bien les intérêts de la dette classique qui auront provoqué le défaut de paiement alors que, en présence de créances 4P uniquement, tant que le résultat est positif, l'entreprise reste pérenne.

Si les deux systèmes coexistent, tous les créanciers, et par conséquent les investisseurs en Financement 4P, sont en situation de risque accrus. Néanmoins, si l'entreprise fait le choix de recourir aux deux modes de financement et si ce choix lui est accordé, les deux systèmes peuvent cohabiter.

Plus généralement, il peut être exposé de l'ensemble de ce qui précède ce qui suit :

L'entrepreneur a une préférence pour la rémunération faible et fixe d'un financement « mark-up » (taux d'intérêt), dès lors qu'il y a indifférence au risque, ou plus correctement exprimé, si la composante "risque" d'un projet est, sinon écartée, tout au moins peu ou mal intégrée. Dans ce paradigme, si les perspectives du projet sont considérées avec certitude comme excellentes, pourquoi en effet payerait-il plus cher son crédit dans le cadre d'un Financement 4P, alors que le pourvoyeur de fonds se satisfait d'une rémunération basse? Ce serait un acte de mauvaise gestion qui ne plaiderait pas en sa faveur. Exprimer la volonté de recourir au Financement 4P serait perçu comme un mauvais signal. La prédétermination du « mark-up » crée ainsi une anti-sélection artificielle des projets.

Si les deux formes de contrat sont reliées comme décrit précédemment, le prix du « mark-up » devient fonction du pourcentage associé au Financement 4P. Les deux prix évoluent dès lors d'autant plus à la hausse que le risque est élevé, ce qui traduit l'aversion au risque de l'entrepreneur, qui le transfère au pourvoyeur de fonds.

Le choix d'un « mark-up » faible, notamment pour des causes exogènes, n'est pas une garantie de fiabilité de l'entrepreneur ou du projet. Le prix exprimé par le pourcentage associé au Financement 4P est la plus juste expression de l'appréciation du risque. De fait, le pourcentage devient d'autant plus élevé que le risque augmente. En ce sens, le Financement 4P incite mécaniquement le pourvoyeur de fonds à la modération.

La symétrie théorique du contrat, à savoir le partage du profit et de la perte (EBITDA positif ou négatif), est indispensable pour une convergence de vue raisonnable entre les deux parties sur la répartition du risque. Cette convergence est réductrice de l'aléa moral. Le recours aux "experts/expertises/études sectorielles", la facilite.

Le raisonnement ainsi s'inverse. Pourquoi l'entrepreneur payerait-il inutilement (désutilité) plus cher dans le cadre du « mark-up » qui inclut le prix des couvertures de risques non avérés (transformation bancaire, ratios Bâle II, couverture de taux)? En réalité, l'entrepreneur rationnel devrait toujours réclamer un Financement 4P. Tandis que, jusqu'à un certain seuil de risque admissible, le pourvoyeur de fonds aurait plus de chance de détecter de bons candidats, désireux de limiter le transfert de risque en contrepartie du pourcentage du partage des profits et pertes le plus faible possible.

Approche contractuelle

Pour l'investisseur / prêteur, le Financement 4P s'appréhende par rapport à un projet dont le périmètre, ses composantes et caractéristiques doivent être circonscrits au mieux et conservés.



Sachant que tout peut s'écrire, sont intéressants à examiner et approfondir les aspects suivants :

- l'approche partenariat (clause d'engagement à ne pas souscrire d'autres dettes sans l'accord des prêteurs pour un nouveau crédit)
- définitions et stabilité/évolution du périmètre du chiffre d'affaires,
- les clauses de transparence et de professionnalisme.

D'ordinaire, l'Emprunteur s'engage à fournir tout renseignement concernant son activité et sa structure financière, à avertir le prêteur de tous faits significatifs, litiges ou cas de défaut. Très fréquemment, il s'engage à ne pas contracter d'autres dettes, à ne pas consentir de prêts à des tiers, à ne pas céder d'actifs susceptibles de dévaloriser l'activité ou le bien financé, à ne pas consentir, tant comme emprunteur que comme caution, de gages, sûretés de toute nature, en garantie de dettes présentes ou futures à l'exception de la/des sûretés données en garantie dans le cadre du contrat objet du financement.

Le périmètre du chiffre d'affaires doit être maîtrisé. Chiffres d'affaires et EBITDA restent la base du calcul de la rémunération du Financement 4P. Si le chiffre d'affaires venait à diminuer par transfert ou cession d'activité, l'assiette d'origine du Financement 4P serait réduite à due proportion de la contribution du chiffre d'affaires résiduel au nouvel EBITDA de telle sorte que la rémunération en pourcentage de ce dernier demeure durablement équivalente. Inversement, tout apport de chiffre d'affaires et EBITDA additionnels à niveau d'endettement constant implique une baisse du pourcentage de partage.

La pérennité du chiffre d'affaires est fondée sur la réputation de l'emprunteur. La rémunération du Financement 4P tient compte du professionnalisme présumé de l'exploitant en sa capacité à respecter des ratios d'exploitation communément admis ou sur lesquels il s'est engagé.

Cette bonne réputation s'appuie sur la certification par un tiers des comptes d'exploitation et desdits ratios, sur la transparence, ce qui signifie donner libre accès aux comptes et fournir les informations relatives aux performances d'exploitation.

Si l'emprunteur n'apportait plus les garanties suffisantes dans sa capacité à gérer de la sorte, une clause dite « de pénalité » prévoit un retour à une rémunération à taux fixe. Ce retour au taux fixe s'interprète dorénavant comme une sanction à l'incapacité du nouveau débiteur à fournir les moyens d'appréciation de sa compétence, de son professionnalisme, de sa réputation. Ce retour peut être aussi temporairement provoqué par la survenance d'un sinistre, d'un cas de force majeure.

3) Sortir d'une financiarisation tacite

Sortir de la financiarisation signifie orienter la liquidité vers des investissements nouveaux. Les effets d'éviction de la liquidité vers les actifs anciens (immobilier, actions, obligations sur le marché secondaire) accentuent les risques de déflation brutale.

Le coefficient « q » de Tobin : expression d'une glace déformante

James Tobin a privilégié le rôle du marché financier pour décrire le mécanisme de transmission d'une impulsion monétaire.



Soit le patrimoine d'un individu ou d'une société constitué de la somme de tous les actifs détenus :

$$W = M/P + B/P + qK \quad (1)$$

Avec :

- W = Richesse
- P = Niveau Général des Prix
- M = Quantité d'offre de monnaie
- B = Quantité de titres / capital ancien
- K = capital physique nouveau

Le coefficient « q » est défini comme le rapport à un moment donné entre la valeur boursière d'un capital existant, Pk, et la valeur de son remplacement P,

$$q = Pk/P \quad (2)$$

A chaque actif est attribué un rendement réel, Rm pour la monnaie que Tobin estime constant compte tenu de ses qualités intrinsèques, Rb pour les titres relatifs au capital ancien et Rk pour les titres associés au capital physique nouveau. De manière équivalente, le coefficient « q » relie Rb et Rk.

Tout accroissement de la quantité de monnaie offerte s'oriente, d'après Tobin, directement vers les titres existants. Les cours de ceux-ci s'élèvent et, de ce fait, les rendements Rb et Rk diminuent. Mais il faut d'abord que le prix du capital ancien (avec diminution des perspectives de plus-values) devienne trop élevé pour que les capitaux se dirigent vers le capital nouveau devenu, alors seulement, rentable comparativement, et seul susceptible de stimuler significativement la demande.

Toute la difficulté consiste à appréhender le contenu de ce coefficient « q » pour que l'ultime relais se réalise. Celui-ci est l'expression, telle une glace déformante, de la distorsion qui existe entre l'économie monétaire/financière et l'économie réelle. Une politique monétaire accommodante engendre ainsi un accroissement de richesse artificiel.

Avec le Financement 4P, les variations de l'offre de monnaie sont imprévisibles plutôt qu'irrationnelles. Elles dépendent des anticipations de profits de l'entrepreneur et de la banque dont la source est l'énergie humaine. Des ajustements sont ensuite effectués en fonction des indicateurs que sont le niveau général des prix et le coût de la liquidité.

Globalement, le Financement 4P devrait favoriser une meilleure régulation des crédits à l'octroi, éviter les emballements qui sont provoqués par les baisses de taux d'intérêt et qui encouragent alors un accroissement indu de la dette et de la valeur des actifs. Les effets de contraction lors des retournements sont alors ruineux. La crise des « subprimes » de 2007/2008 en témoigne. L'endettement, devenu aujourd'hui outrecuidant, sera difficilement réversible.

L'imprégnation de la financiarisation

Dans l'industrie immobilière, à l'intersection entre les économies financière et réelle, le processus de financiarisation a été acté par la loi Murcef du 11 décembre 2001, complétée par l'arrêt Bataclan du 6 février 2008 puis par la décision en date du 6 octobre 2011 (SNCF c. SARL Hansainvest Hanseatische



Investment GmbH) de la 18ème Chambre Civile du Tribunal de Grande Instance de Paris, selon lesquels le loyer révisé ne peut être inférieur au dernier loyer en cours facturé. Cette loi a ainsi mis fin à toute connexion entre le montant du loyer révisé et la valeur locative de marché, contrevenant ce faisant à l'esprit du décret du 30 septembre 1953, protecteur du fonds de commerce. En effet, lorsque la valeur locative de marché (valeur à laquelle serait loué le local s'il était disponible) d'un local est inférieure au loyer pratiqué, son locataire ne peut plus obtenir une diminution de ce dernier. En sécurisant les loyers, le législateur facilitait le refinancement des actifs immobiliers, a contribué à l'encouragement de la constitution de bulles immobilières.

Ces dispositions de relatives à la révision des loyers sont d'ordre public.

Pour autant les clauses de « loyers variables purs », dénommées « clause-recettes », fonction d'un pourcentage appliqué à une assiette de chiffre d'affaires et/ou de l'EBITDAR (EBITDA avant paiement des loyers immobiliers), existent, malgré les dispositions du décret du 30 septembre 1953. Sur le fondement que « la fixation du loyer renouvelé du bail échappe aux dispositions de ce décret et n'est régie que par la convention des parties », la Cour d'Appel de Paris, dans un arrêt du 11 octobre 2011 où il était question de la compatibilité des règles de révision du loyer avec la clause à loyer variable, a renoncé à l'application d'une règle d'ordre public qui aurait dû régir obligatoirement le bail commercial qui comporte une clause-recettes. Si cette clause était contraire à une règle impérative du statut des baux commerciaux, elle aurait dû être annulée.

Les parties qui optent délibérément pour un loyer variable en fonction du chiffre d'affaires savent cependant qu'elles ne peuvent pas réunir les conditions d'application de la révision légale car il est impossible d'appliquer les indices sur le pourcentage qui sert à calculer le loyer. Le loyer variable « pur » est donc extérieur aux règles de révision légale.

Sortir d'une économie financiarisée relève d'une volonté clairvoyante. Avec le Financement 4P, sortir d'un système lié pour aller vers un système libre aux valeurs affermies (fair value) en organisant la flexibilité du coût du capital pour l'entreprise déstigmatiserait un débat aux lourdes conséquences sociales, porté par la récente Loi El Khomri, qui se focalise sur le coût du travail, l'autre facteur de production, déprécié progressivement, dévalorisé au point de détruire les compétences.

Adapter au Financement 4P le modèle d'intermédiation financière en cours d'évolution ainsi que le comportement des acteurs.

La crise de liquidité, née de celles des « subprimes » et des dettes souveraines a déstabilisé la crédibilité des banques entre elles. Sous contrainte de ratios réglementaires de plus en plus contraignants, elles sont devenues de moins en moins enclines à porter des prêts dans leur bilan. Ont émergé une finance parallèle, des circuits dits de l'ombre ou « shadow banking », qui organisent une intermédiation directe et indirecte, entre entreprises à la recherche de crédit, et investisseurs, assureurs, family office, fonds d'investissement en quête de placements alternatifs.

Le décret du 2 août 2013 qui réforme le Code des Assurances en ce sens, étendu par celui du 17 décembre 2014 aux mutuelles et aux institutions de prévoyance, incarne ce vecteur par lequel les assureurs, qui drainent d'importantes liquidités, financent dorénavant l'économie « non-financière », indirectement par le relais des FPE (Fonds de Prêts à l'Economie), directement dans des prêts à l'économie. L'article R. 332-13 du Code des Assurances étend, dans le cadre d'un programme approuvé par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR), l'éligibilité des créances sur, ou de titres de créances émis par, logés dans les FPE, ou encore de la souscription de prêts, aux



personnes morales de droit privé des Etats membres de l'Union européenne, exerçant à titre principal une activité commerciale, industrielle, agricole ou immobilière, activités financières et organismes de placements collectifs exclus. L'approbation de l'ACPR tient compte de l'adéquation du système d'analyse et de mesure des risques de crédit mis en place par l'entreprise d'assurance, dont les contenus sont précisés par un arrêté du ministre chargé de l'économie. L'assureur doit démontrer à l'ACPR une capacité d'analyse et de suivi des risques de crédit.

Les FPE ne peuvent cependant conclure des contrats de cette nature que s'ils ont pour unique objet la gestion de la différence de taux d'intérêt ou de l'écart de périodicité entre les flux engendrés, d'une part, par les titres et créances détenus et, d'autre part, par les obligations et parts émises.

Fort de l'expérience des « subprimes », le risque de crédit associé à leur détention ne doit pas être subdivisé en tranches.

Ces FPE sont soumis à des règles strictes de fonctionnement : transmission annuelle à l'entreprise d'assurance qui a souscrit les obligations, parts ou actions, avant la clôture annuelle de son exercice comptable, d'un rapport sur la gestion du fonds et sur le suivi du risque de crédit de l'ensemble et de chacun des actifs sous-jacents du fonds ; pour l'application des dispositions de l'article R. 332-20-1, les obligations, parts et actions émises par le fonds de prêts à l'économie, selon la méthodologie décrite dans le règlement du fonds, doivent être valorisées trimestriellement, avec certification chaque année par un expert indépendant.

Dans ces contextes de crise de liquidité et d'évolutions réglementaires, se sont développés les "Euro Private Placements" (Euro PP), instruments financiers à moyen ou long terme, par lesquels des investisseurs institutionnels, essentiellement des assureurs, des organismes de prévoyance ou encore les FPE spécialisés, prêtent directement à une entreprise émettrice. Un "arrangeur", en général une banque, monte l'opération, négocie entre les parties une documentation sur mesure et se rémunère par des commissions.

Cette négociation du contenu de la documentation contractuelle est une caractéristique importante de l'Euro PP qui le distingue ainsi des émissions obligataires publiques et syndiquées de type Eurobond où l'investisseur ne fait que souscrire à une émission sans véritablement participer à la négociation des caractéristiques de cette émission. En ce sens, la mise en place d'un Euro PP se rapproche plus d'une documentation bancaire que d'une documentation obligataire cotée.

Rappelons ici que les prêts bancaires représentent encore 75 % des financements par la dette des entreprises, contre 25 % pour les marchés à travers les émissions d'obligations "corporate". Cette proportion est inverse aux États-Unis.

La première émission d'Euro-PP a été réalisée en 2012 par Bonduelle (145 millions d'euros). D'autres émetteurs se sont ensuite lancés sur ce marché ; citons, sans vouloir être exhaustifs : Nexity, Eramet, Manitou, Altran, Orpéa, Havas, Steria, Laurent Perrier, Lactalis, Ubisoft, Néopost, Plastic Omnium... soit un total de plus de 3 milliards d'euros en 2012, 2013 et 2014, avec une tendance à la baisse de la taille moyenne des opérations : 150 millions en 2012, 80 millions en 2013 et 60 millions en 2014 et, concomitamment, une augmentation du nombre des transactions : 21,39 et 55.

La Charte relative aux « Euro PP », document de Place établi sous l'égide de la Banque de France et la Chambre de Commerce et d'Industrie de Paris IDF, décrit, selon les formats existants (obligation, cotée ou non cotée, ou prêt), les exigences contractuelles et réglementaires d'approbation et



d'information financière à l'émission, les rôles des différents intervenants, les conditions de mise en place.

Le phénomène de carence en liquidités en provenance des banques étant pour l'heure écarté, pour se distinguer du crédit classique, l'Euro PP :

- est souvent remboursable in fine au terme d'une durée allant généralement de cinq à sept ans, voire jusqu'à dix ans ; les assureurs et les fonds de pension ayant des passifs plus longs que les banques sont enclins à consentir des financements sur de longues durées,
- présente pour l'emprunteur un élargissement de la base de ses créanciers (les titres sont la plupart du temps "transférables"), dès lors qu'il tend vers un taux effectif global de crédit aussi faible que possible.

Pour les investisseurs, c'est l'opportunité d'accéder à une nouvelle classe d'actifs à maturité plus longue, de diversifier leurs portefeuilles.

Quant aux banques, la fonction "d'arrangeur" leur évite d'avoir à mobiliser des capitaux pour prêter aux entreprises, tout en satisfaisant leurs clients à la recherche de financements.

Mais les assureurs, en contrepartie de garanties données aux souscripteurs de leurs contrats d'assurance-vie, sont soumis à leur tour à des règles de solvabilité (Solvency II) entrées en vigueur en janvier 2016. Selon ces nouvelles règles prudentielles, une compagnie d'assurance doit avoir suffisamment de fonds propres pour réduire la probabilité d'insolvabilité à un an à moins de 0,5% en utilisant le concept mathématique de Value at Risk, le risque associé à chaque actif combiné avec la diversification du portefeuille. Ces évaluations sont réalisées selon un modèle (totalement ou partiellement) interne à l'entreprise d'assurance ou selon le modèle « standard » proposé l'Autorité Européenne des Assurances et des Pensions Professionnelles (AEAPP ou EIOPA en anglais).

Ces règles prudentielles résultent essentiellement de l'impact de l'évolution du taux d'intérêt sur la valorisation des investissements.

Cette composante "risque de marché" des actions et obligations liée à l'évolution adverse à la hausse des taux d'intérêt incite les assureurs à accroître leur exposition à la dette sécurisée ou notée, notamment immobilière. Mais leur contrainte de liquidité vis-à-vis des souscripteurs limite le portage de ces obligations ou prêts. Comptabilisés dans le « ratio libre » ou « ratio poubelle » du 1^{er} alinéa de l'article R332-3 du code des Assurances, ils font partie de ces actifs qui ne doivent pas représenter plus de 10 % de la base de dispersion du portefeuille. Ils échappent au « ratio poubelle » quand les investissements sont réalisés au travers d'un FPE. Ces derniers peuvent atteindre un ratio supplémentaire de 5 %.

Les investisseurs, assureurs, fonds d'investissement, etc , recherchent en définitive des produits financiers conciliant un couple (risque ; rentabilité) plus attractifs, moins sensibles au risque systémique d'évolution du taux d'intérêt, pour satisfaire aux attentes de leurs souscripteurs.

Le Financement 4P comble cette attente qui devient pressante. L'indexation en fonction de l'EBITDA de l'entreprise devrait satisfaire l'article L112-3-1 du code monétaire et financier dès lors que la disponibilité et la transparence de l'information, l'intervention d'un tiers évaluateur est assurée.

L'article R 332-13 du Code des assurances ouvre le lien contractuel de crédit (prêt ou titre) unissant prêteurs/assurances et emprunteurs/entreprises. Mais la corrélation systématique des produits financiers au taux d'intérêt, confrontée aux garanties consenties aux souscripteurs, reportent sur ces dernières des contraintes de solvabilité (traitement SCR sous Solvency II ; IOIPA 13 décembre 2013 sur les investissements long terme des assureurs).



Dès lors, l'appel direct à l'épargne des particuliers et les fonds d'investissement, seraient les vecteurs les plus appropriés, sous réserve des modalités de distribution et d'une organisation de la liquidité d'un marché secondaire.

Pour référence, la piste du « crowdfunding » se développe et s'organise. Les plateformes de financement participatif, reposant sur le modèle du prêt, sont régies par l'ordonnance du 30 mai 2014 et son décret d'application du 16 septembre 2014, entrés en vigueur au 1er octobre 2014. En raison du monopole bancaire sur l'activité de prêts rémunérés en France, il est nécessaire de disposer d'un agrément bancaire, ou de passer par une banque, pour la délivrance des prêts. Mais cette réglementation crée deux statuts de professionnels du financement participatif, l'Intermédiaire en Financement Participatif et le Conseiller en Financement Participatif.

L'intermédiaire en Financement Participatif (IFP), supervisé par l'ACPR, collecte des fonds en vue de prêts. Via internet, cette mise en relation entre porteurs d'un projet déterminé et les personnes finançant ce projet ferait entorse au « monopole bancaire ».

Le Conseiller en Investissement Participatif (CIP) exerce une activité de conseil en investissement (article L. 321-1 du Code monétaire et financier), portant sur des titres de capital et de titres de créance (définis par décret).

Ces deux nouveaux statuts nécessitent une immatriculation au Registre des Intermédiaires, tenu par l'ORIAS, pour l'assurance, la banque et la finance y compris, désormais, « participative ». Ils sont supervisés par l'AMF.

Des plateformes en France comme ANAXAGO, CREDIT.FR (agrée par l'AMF et l'ORIAS, contrôlée par l'ACPR), PRETPME, DEVENEZPROPRIO, FINSQUARE, LENDOPOLIS, PRETGO, RAIZER ou WISEED offrent dorénavant l'opportunité aux particuliers de prêter aux entreprises.

Le monopole bancaire n'étant pas fondamentalement remis en cause, la banque, avec le Financement 4P, peut continuer à percevoir une rémunération sous forme de marge, ou de commission de gestion, pendant toute la durée du financement. A l'instar de la pratique actuelle, cette rémunération couvre les coûts de structure qui assurent le suivi de la créance, son « reporting » et la détermination de sa valeur. La négociation de gré à gré sur les marges et commissions constitue le quotidien de la banque.

Conclusion : de l'économie « libérale » à l'économie capitaliste

Le Financement 4P n'est pas si révolutionnaire. Il se présente bien comme un financement alternatif. Un lien entre taux d'intérêt et pourcentage de partage des profits et pertes (EBITDA positif ou négatif) peut être établi. Il n'y a donc pas rupture de modèle, mais possibilité de transition ou de cohabitation.

Le Financement 4P crée une interdépendance stratégique positive, complémentaire entre agents économiques.

Le Financement 4P s'inscrit dans la théorie moderne du portefeuille qui intègre les notions de préférence, d'opportunité et de précaution. Les mêmes cheminements qui produisent les mêmes lois, non seulement sont valables, mais peuvent accréditer l'idée qu'il engendre une économie moins cyclique, donc moins risquée. Au niveau global, l'économie s'en trouve valorisée. Car la corrélation



entre les rendements des différents actifs/projets est fortement atténuée, voire inexistante. A chaque titre correspond une efficacité marginale intrinsèque et indépendante.

Le Financement 4P réconcilie les deux objectifs contradictoires pour lesquels les théoriciens du rationnement du crédit et des contrats implicites étaient soucieux : lever de l'épargne avec des taux d'intérêt élevés tout en réduisant le coût de refinancement des banques (Stiglitz et Weiss, 1981).

Il résout le paradoxe des taux d'intérêt bas : une sur-rémunération des fonds propres/quasi fonds propres par rapport au risque réel, la menace du risque d'effet de ciseaux (risque de refinancement) lorsqu'une hausse des taux d'intérêt exogène est concomitante à une baisse de rentabilité de l'entreprise.

Le Financement 4P réduit les exclusions : il optimise le couple (faible rentabilité / faible risque), réinsère de la sorte des projets qui sinon ne sont pas viables, incorpore les éventuelles tendances inflationnistes, libère finalement l'énergie « travail », la gestion des ressources humaines s'affranchissant des contraintes liées aux ressources financières.

Le taux d'intérêt ne représente ni une valeur, ni le prix d'un facteur de production. Dans le système des prix de production, il provoque au contraire une surdétermination technologique alors qu'il n'explique pas l'émergence du capital. Il n'y trouve donc pas de justification économique, à moins de s'en remettre uniquement au jeu d'un « pur hasard ».

Le Financement 4P permet aux opérateurs financiers d'assumer pleinement leurs rôles. Les banques notamment sélectionnent les prêts et garantissent leur rémunération. Le Financement 4P aurait en outre l'avantage de limiter leur immense besoin de capitaux, immobilisés par les réglementations prudentielles. Les assurances pourraient investir dans ce type de créance. Aujourd'hui, ces dernières, sous contrainte Solvency II, sont à la recherche de flux sécurisés pour honorer des rémunérations ou valorisations garanties. Leur compétence en matière de risque-crédit pourrait être réhaussée.

Juristes, comptables, analystes, traders, collecteurs d'épargne, au lieu de spéculer sur des valeurs virtuelles, seraient tous chargés de vendre des crédits qui serviraient vraiment l'économie réelle.

Et ce faisant, sans basculer dans un angélisme irresponsable, ils contribueraient à la réduction de la pression fiscale des ménages et des entreprises, qui, en contrepartie, rassurés, consentiraient à assumer une quote-part de risque dans le financement de l'économie réelle.

Le Financement 4P devrait induire un retour à une maîtrise de la masse monétaire par des techniques quantitativistes plus pures, fonction de la vitesse de circulation de la monnaie et de l'évolution générale des prix, toutes deux en relation avec la fonction transactionnelle de la monnaie et dissociées de celle d'investissement.

Le Financement 4P encourage par nature la transparence, la convergence d'intérêt, plutôt que l'opportunisme qui soumet l'économie au « hasard moral » (Arrow 1970 ; Jaffee et Russel 1976).

Le plus grand scandale financier de la fin du 2nd millénaire et du début du 3^{ème} n'est-il pas la garantie d'une rémunération fixe sur les fonds prêtés au motif de satisfaire l'aversion pour le risque des épargnants ? Selon les Articles 1382 et 1383 du Code Civil, « tout fait quelconque de l'homme qui cause à autrui un dommage oblige celui par la faute duquel il est arrivé à le réparer » ; « chacun est responsable du dommage qu'il a causé non seulement par son fait, mais encore par sa négligence ou son imprudence ».

La responsabilité prévue à l'article 1382 suppose un lien de causalité entre la faute et le dommage. L'existence ostensible d'une rémunération fixe et certaine des fonds prêtés alors que



l'environnement économique est manifestement aléatoire ne constitue-t-elle pas cette faute communément admise, par facilité (ou détournement de fonds), qui cause inévitablement dommage à autrui : chômage, d'érosion de l'épargne ou fiscalité confiscatoire réparateurs, selon les politiques économiques appliquées.

La faute civile ne requiert aucun élément intentionnel. Aux termes de l'article 1383 du Code Civil, les juges du fond, qui constatent souverainement les faits d'où ils déduisent l'existence d'une faute, ne sont pas tenus de vérifier la capacité de discernement des conséquences d'un acte pour caractériser la faute commise. En effet, le fait de s'en remettre aveuglément à toute entité qui propose une rémunération certaine, notamment une institution financière, sans contrôler le bon usage des fonds mis à disposition peut être assimilé à une attitude négligente, voire imprudente.

Tout débiteur a un devoir de diffuser l'information, tout créancier celui de la recueillir et de la contrôler.

A présent, la Loi Sapin II prévoit le blocage temporaire des fonds investis dans les produits d'« assurance-vie » et la mise sous tutelle des rendements des fonds en euros par crainte d'une crise financière en cas de remontée des taux d'intérêt. Ces mesures désormais entre les mains du Haut-Conseil de Stabilité Financière (HCSF), sont introduites à titre préventif, de manière à donner aux pouvoirs publics les moyens de stopper une crise systémique.

Interrogation majeure : pourrai-je disposer de mon argent demain lorsque j'en aurai besoin ? En suis-je encore librement propriétaire ?

Le Financement 4P : quel projet pour l'Europe ! Quel espoir pour les peuples et probablement, quel retour immédiat sur investissement pour l'Union Européenne ! Car comme l'écrivait Charles Péguy (Les cahiers), « ce ne sont pas quelques livres de débauche qui sont dans le monde moderne ce point secret de résistance à ce que sont les Evangiles...c'est le livret de Caisse d'Epargne ! »