

# *Le financement des PME*

*Rapport*

*Grégoire Chertok,  
Pierre-Alain de Malleray  
et Philippe Pouletty*

*Commentaires*

*David Thesmar  
Philippe Trainar*

*Compléments*

*Maud Aubier, Frédéric Cherbonnier et Claude Picart*

*Réalisé en PAO au Conseil d'Analyse Économique  
par Christine Carl*

© La Documentation française. Paris, 2009 - ISBN : 978-2-11-007613-7

« En application de la loi du 11 mars 1957 (article 41) et du Code de la propriété intellectuelle du 1er juillet 1992, toute reproduction partielle ou totale à usage collectif de la présente publication est strictement interdite sans l'autorisation expresse de l'éditeur.

Il est rappelé à cet égard que l'usage abusif de la photocopie met en danger l'équilibre économique des circuits du livre. »

# Sommaire

<b>Introduction</b> .....	5
<i>Christian de Boissieu</i>	
<b>RAPPORT</b>	
<b>Le financement des PME</b> .....	7
<i>Grégoire Chertok, Pierre-Alain de Malleray et Philippe Pouletty</i>	
<i>Introduction</i> .....	7
1. <i>Pourquoi le financement est-il une clé de la croissance des PME ?</i> .....	11
1.1. L'importance des PME dans l'économie française .....	11
1.2. Un débat sur l'insuffisante croissance des PME en France .....	13
1.3. Notre faiblesse : la croissance des PME indépendantes .....	16
1.4. Pourquoi assurer aux PME les moyens d'une croissance autonome ? .....	18
1.5. L'importance des obstacles liés au financement .....	20
2. <i>Favoriser le financement en fonds propres</i> .....	24
2.1. Le cas spécifique du capital-risque : une activité essentielle dont il faut favoriser le développement .....	24
2.2. Les aides publiques à la R&D : concentrées sur quelques secteurs, pas assez orientées vers les PME .....	31
2.3. Les marchés financiers : pas encore la taille critique .....	40
2.4. L'allocation de l'épargne vers les PME : des incitations qui pourraient être plus efficaces .....	46
3. <i>Lever les obstacles au financement par l'endettement</i> .....	50
3.1. Les banques, partenaires privilégiés des PME .....	51
3.2. Le crédit aux PME françaises : un couple risque-rendement qui ne fonctionne pas bien .....	54
3.3. Une intervention publique à développer en direction des crédits plus risqués .....	68
3.4. Des délais de paiement à surveiller .....	71
<i>Conclusion</i> .....	76

## **COMMENTAIRES**

*David Thesmar* ..... 83

*Philippe Trainar* ..... 91

## **COMPLÉMENTS**

**A. Les PME françaises : rentables mais peu dynamiques ?** ... 95

*Claude Picart*

**B. Les banques et le financement des PME en France** ..... 127

*Maud Aubier et Frédéric Cherbonnier*

**RÉSUMÉ** ..... 143

**SUMMARY** ..... 151

# Introduction

Des travaux nombreux et convergents ont souligné l'influence du petit nombre de moyennes entreprises en France, en comparaison de nos principaux partenaires européens (dont bien sûr l'Allemagne), et les conséquences dommageables d'une telle situation pour notre compétitivité et notre commerce extérieur.

Le rapport qui suit ne traite pas de tous les obstacles à la croissance des PME en France ; il se concentre sur le financement de ces entreprises. La crise financière internationale a tendance à durcir les contraintes financières qui pèsent, même dans les périodes moins agitées, sur les PME. Le renforcement des contraintes concerne en pratique l'ensemble des sources de financement, qu'il s'agisse de l'accès aux fonds propres ou du crédit bancaire, sans oublier les pressions sur l'autofinancement engendrées par le contexte économique difficile. Il apparaît aussi que les meilleures intentions n'ont pas toujours les effets escomptés. Ainsi, l'aide publique à la R&D est concentrée sur quelques secteurs, et elle n'est pas suffisamment orientée vers les PME. Une analyse précise des bénéficiaires du crédit impôt-recherche et de sa récente extension le confirme.

Face à la crise financière, le gouvernement français a déjà renforcé les mesures ciblées en faveur des PME et de leur financement. Le plan de soutien des banques comporte des conditions précises à ce sujet. Avant même le déclenchement de la crise, de nombreuses dispositions avaient déjà été mises en œuvre pour attirer, grâce en particulier à des incitations fiscales, plus d'épargne vers le financement des PME. L'efficacité de la mesure relative à l'ISF est encourageante.

Le rapport propose de prolonger et compléter ce qui a déjà été entrepris de plusieurs manières. L'efficacité réelle de la politique publique dépend de sa capacité à combiner toute une palette d'initiatives : développer le capital-risque ; promouvoir des marchés financiers alternatifs (comme Alternext), plus adaptés aux PME ; diriger une part accrue de la politique d'aide à la R&D vers les PME ; réformer le droit de la faillite pour une meilleure protection des créanciers ; orienter encore plus d'épargne vers le financement des PME ; réduire les délais de paiements dans le prolongement de ce qui est déjà organisé dans la loi de modernisation de l'économie ; développer les systèmes de garantie (OSÉO...) ; favoriser le développement

de la dette mezzanine et de l'affacturage ; etc. De ce point de vue, la crise financière est donc l'occasion d'accentuer et d'accélérer des orientations de politique économique déjà prises avant son déclenchement.

Le rapport a été présenté, lors de la réunion plénière du CAE du 4 novembre 2008, à Monsieur Éric Besson, Secrétaire d'État chargé de la Prospective, de l'Évaluation des politiques publiques et du Développement de l'économie numérique et à Monsieur Hervé Novelli, Secrétaire d'État chargé du Commerce, de l'Artisanat, des PME, du Tourisme et des Services. Il a bénéficié du concours efficace de Jérôme Glachant, conseiller scientifique au CAE.

*Christian de Boissieu*  
*Président délégué du Conseil d'analyse économique*

# Le financement des PME

**Grégoire Chertok**

*Associé gérant de Rothschild et Cie*

**Pierre-Alain de Malleray**

*Inspecteur des Finances*

**Philippe Pouletty**

*Président de France-Biotech*

## Introduction

Les PME font depuis quelques années l'objet d'une attention croissante de la part tant des pouvoirs publics que des économistes. Acteurs importants de l'économie en termes d'innovation et de création d'emplois, elles pourraient l'être davantage encore si elles parvenaient à trouver les conditions de leur développement dans de meilleures conditions et, pour certaines d'entre elles, à se constituer en leaders mondiaux.

Où sont en effet en France les exemples de sociétés, telles que Google, Cisco, Sun Microsystems ou Amgen, qui sont parvenues à se hisser aux premiers rangs mondiaux après une croissance autonome, sans avoir été acquises par un grand groupe ?

Le Conseil d'analyse économique se penchait lui-même il y a peu sur le sujet des entreprises moyennes en forte croissance, avec le rapport de Jean-Paul Betbèze et Christian Saint-Étienne en 2006, et proposait une *stratégie PME pour la France*.

Ce rapport n'a pas pour ambition de faire une analyse exhaustive de la situation des PME en France, mais de se concentrer sur la thématique spécifique de leur financement. Les modes de financement des PME en France sont encore fortement marqués par l'histoire et la culture française en ce domaine dont il convient de rappeler quelques grandes caractéristiques :

- historiquement, les entreprises françaises ont privilégié le recours à l'endettement par rapport aux fonds propres. Une volonté de discrétion,

voire de secret, a maintenu les propriétaires-managers dans un lien privilégié avec un banquier de proximité, puis ultérieurement, un *pool* de banques, au détriment des marchés de capitaux et de leur nécessaire transparence. Souvent la comptabilité avait une finalité plus fiscale que de communication financière, au sein d'entreprises souvent familiales ;

- des barrières psychologiques fortes existaient donc envers les marchés de capitaux et une volonté d'indépendance du capital l'emportait sur une dynamique de croissance rapide ; d'où un rôle moins fort des marchés de fonds propres qu'au Royaume-Uni ou aux États-Unis ;

- les entreprises ont été habituées à l'intervention de l'État dans ce domaine. Les nationalisations des grandes banques comme le contrôle du crédit ne sont pas des souvenirs si anciens. La CDC et OSÉO, bras armés de l'État dans ce domaine, restent des acteurs essentiels du financement des PME ;

- une moindre culture de la prise de risque que dans les pays anglosaxons (relative rareté des financements de *start-ups*) mais, peut-être de façon encore plus marquée, pas de culture d'un crédit plus risqué mais à plus fort rendement (dette mezzanine) dans un pays où le taux d'usure n'a été que très récemment supprimé et où la distribution de crédit est un oligopole organisé et défendu.

Plusieurs questions seront ainsi centrales dans les développements qui suivent :

- que sait-on véritablement de la croissance des PME ? où sont les verrous, notamment financiers, à la croissance des PME françaises ?

- si les PME croissent convenablement dès lors qu'elles sont acquises par des groupes, pourquoi se préoccuper de leur aménager les conditions d'une croissance autonome ?

- les PME ont-elles un accès suffisant aux fonds propres, que ce soit sous forme de capital-risque, de *private equity* ou sur les marchés financiers ? Notre système d'épargne oriente-t-il suffisamment les placements vers les PME ?

- les PME ont-elles accès au crédit bancaire dans de bonnes conditions ? Si les entreprises faiblement risquées paraissent obtenir les crédits qu'elles souhaitent, en est-il de même pour les PME plus risquées, ayant des perspectives de forte croissance ? Sinon, comment y remédier ?

Il va de soi que la notion de PME recouvre des réalités très diverses. Si les PME répondent toutes à une même définition réglementaire (*cf.* section 1), cela n'empêche pas d'en distinguer plusieurs catégories qui diffèrent dans leurs besoins de financement :

- les PME technologiques, qui se caractérisent par de fortes dépenses de R&D et des actifs essentiellement immatériels. Elles dépendent beaucoup, dans les premiers stades de leur croissance, des aides à la recherche et du capital-risque ;

- les PME à forte croissance sans être technologiques (qui peuvent répondre, par exemple, à la définition des « gazelles » telles que définies par

la loi de finances pour 2007)<sup>(1)</sup>. Elles ont de forts besoins de financement à un stade critique de leur développement. Leurs investissements peuvent être en majorité immatériels, surtout dans le secteur des services qui est l'un des moteurs de la croissance d'aujourd'hui. La dette peu risquée au sens classique, garantie par un collatéral physique, n'est plus adaptée à leur situation. Il importe qu'elles puissent avoir un accès aisé tant aux fonds propres qu'à des formes nouvelles de dette ;

- les PME à faible croissance qui, si elles en avaient les moyens, notamment financiers, pourraient devenir des entreprises à forte croissance.

L'ensemble de ces situations sera envisagé dans ce rapport, qui traitera de toute la chaîne de financement, depuis la création jusqu'au développement pérenne de l'entreprise, en passant par le capital-risque et l'introduction sur les marchés.

Dans une première partie, on reviendra rapidement sur l'importance des PME dans l'économie française, dans l'emploi et, plus largement, dans l'innovation et la croissance de la productivité globale. Ce sera aussi l'occasion de faire le point sur notre connaissance de la croissance des PME française : si les éléments souvent avancés attestant que nos PME grandissent moins vite qu'à l'étranger ne sont pas exempts de critiques méthodologiques, il n'en demeure pas moins que celles d'entre elles qui veulent croître sans se faire acheter par un groupe éprouvent de réelles difficultés.

La deuxième partie examinera le financement des PME en fonds propres, depuis le stade du capital-risque jusqu'à celui du financement sur les marchés. Une attention spécifique sera apportée aux aides publiques à la recherche, qui concernent plus particulièrement les PME technologiques.

La dernière partie s'interrogera sur la situation des PME face au crédit, et tentera de mettre en évidence les contraintes de crédit auxquelles ont à faire face les PME à partir d'un certain niveau de risque. Plus qu'à l'étranger, la dette des PME françaises semble faire l'objet d'un rationnement, ce qui appelle les pouvoirs publics à réagir tant ce sujet est important pour notre économie nationale.

Il importe de noter que ce rapport a été rédigé avant les derniers développements de la crise financière qui frappe les économies mondiales depuis l'été 2007, notamment son aggravation en octobre 2008. Les gouvernements et les banques centrales ont réagi en mettant rapidement en œuvre des plans de sauvetage des établissements bancaires les plus en difficulté et des mesures visant à réamorcer la circulation de liquidités dans l'économie.

Dans ce nouveau contexte, les auteurs rappellent que les propositions développées dans le rapport sont plus que jamais d'actualité. Certaines d'entre elles mériteraient d'être mises en place sans délai dans le cadre des

---

(1) Qui impose notamment d'avoir une croissance de la masse salariale de plus de 15 % sur deux années consécutives.

orientations déjà adoptées. En particulier, les mesures détaillées dans l'encadré 1 permettraient de compléter utilement celles déjà annoncées par le Gouvernement pour faire face à l'une des crises de liquidité les plus importantes que la France ait connu depuis plusieurs décennies.

## 1. Les propositions à mettre en œuvre rapidement face à la crise financière

En matière de fonds propres :

- *orienter vers les PME une partie substantielle des investissements du « fonds public d'intervention »* (fonds souverain dont la création a été annoncée par le Président de la République fin octobre 2008, qui serait doté de 100 milliards d'euros) ;
- solliciter de la part des professionnels de l'assurance *un nouvel engagement en matière d'investissements dans les PME*, notamment innovantes, assorti d'un comité de suivi ;
- *revoir à la hausse – de façon d'abord temporaire en attendant une évaluation du dispositif – le plafonnement de l'exonération au titre de l'impôt sur la fortune pour les investissements dans les PME*, créé par la loi du 21 août 2007 en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat (TEPA).

En matière de crédit :

- compléter les mesures de soutien aux établissements bancaires mises en place par le Gouvernement (320 milliards d'euros de garantie de crédits interbancaires et 40 milliards d'euros pour le renforcement en fonds propres des établissements en difficulté) par *un renforcement de la protection des créanciers en cas de faillite. Supprimer rapidement le super-privilege de l'AGS* ;
- en contrepartie, introduire des brèches dans le monopole bancaire, sous une supervision adéquate. *La fin du monopole bancaire en matière d'affacturage et de dette mezzanine* pourrait en particulier développer la concurrence dans ces secteurs d'activités, et apporter une réponse à la fois au problème des délais de paiement des entreprises, particulièrement aigu en temps de crise, et des contraintes de financement des entreprises à risques.

Ce rapport est appuyé par deux compléments :

- un de Claude Picart, de l'INSEE, qui s'appuie sur les données comptables sur les sociétés collectées à l'INSEE pour montrer que les PME françaises, contrairement aux idées reçues, ne sont pas moins rentables que les plus grandes, mais que cette rentabilité plus forte ne se traduit pas par un dynamisme de l'investissement ;
- un autre de Maud Aubier et Frédéric Cherbonnier, de la Direction générale du Trésor et de la Politique économique du ministère des Finances, qui font une synthèse de leurs précédentes études sur l'accès des PME au crédit.

# 1. Pourquoi le financement est-il une clé de la croissance des PME ?

## 1.1. L'importance des PME dans l'économie française

Les PME sont des acteurs majeurs du tissu productif français, à plus d'un titre.

Définies par la Commission européenne<sup>(2)</sup> comme les entreprises dont l'effectif est inférieur à 250 personnes et dont le chiffre d'affaires n'excède pas 50 millions d'euros ou dont le total du bilan annuel n'excède pas 43 millions d'euros, les PME représentent 66 % de l'emploi marchand (11 millions sur 16 millions de personnes occupées dans les secteurs de l'industrie, du commerce et des services<sup>(3)</sup>), dont 9 millions pour les seules PME indépendantes) et 56 % de la valeur ajoutée marchande.

Sont considérées comme indépendantes les PME qui ne sont pas têtes de groupe ou filiales (c'est-à-dire les entreprises dont la participation dans le capital par un groupe dépasse 50 %) d'un groupe français ou étranger. Les têtes de groupe et filiales d'un « microgroupe » français (groupe de moins de 250 salariés) sont toutefois considérées comme des PME indépendantes.

### 1. Répartition de l'emploi marchand et de la valeur ajoutée marchande selon la taille des PME

	Personnes occupées		Valeur ajoutée marchande	
	Nombre (en millions)	Répartition par taille (en %)	En milliards d'euros	Répartition par taille (en %)
PME indépendantes	8,8	54,4	328,4	41,5
• très petites entreprises				
– micro-entreprises de 0 à 9 salariés	4,9	30,4	162,6	20,6
– autres TPE de 10 à 19 salariés	1,2	7,2	50,4	6,4
• autres petites entrepr. de 20 à 49 salariés	1,5	9,5	67,0	8,5
• moyennes entreprises	1,2	7,3	48,4	6,1
PME filiales de groupes	1,8	11,0	109,2	13,8
Entreprises de plus de 250 salariés	5,6	34,7	353,5	44,7
Ensemble des entreprises	16,2	100,0	791,1	100,0

Sources : DGI, INSEE et DCASPL, 2005 pour les derniers chiffres publiés.

(2) Recommandation 2003/361/CE de la Commission, du 6 mai 2003, concernant la définition des micro, petites et moyennes entreprises.

(3) Le champ le plus communément retenu pour comparer les agrégats par taille d'entreprises est le champ dit « ICS », ou industrie-commerce-services, qui ne prend pas en compte les secteurs de l'agriculture, la sylviculture, la pêche, les activités financières, l'administration, les activités associatives et la location immobilière.

En dynamique, les PME sont responsables de la grande majorité des créations d'emplois sur le long terme. Alors qu'elles représentaient en 1985 61 % de l'emploi salarié<sup>(4)</sup>, les entreprises de moins de 500 salariés ont créé 85 % des emplois entre 1985 et 2000 (1,8 million sur 2,2 millions au total). Il importe de noter que plus de la moitié de ces 1,8 million d'emplois nets créés l'est dans des entreprises de moins de 500 salariés liées à des groupes (de plus de 500 salariés). Dans le même temps, les entreprises de plus de 3 000 salariés n'ont pas créé d'emploi. Si l'on excepte en leur sein les entreprises d'intérim, les destructions nettes d'emplois par les entreprises de plus de 3 000 salariés entre 1985 et 2000 s'élèvent à 286 000 emplois.

## 2. Évolution de l'emploi entre 1985 et 2000 par tranche de taille d'entreprises

	Emploi en 1985		Évolution 1985/2000		Taux de croissance sur 15 ans (en %)
	Nombre de salariés (en milliers)	Répartition par taille (en %)	Nombre de salariés (en milliers)	Répartition par taille (en %)	
< 10 salariés	2 124	18	687	31	31
10-49 salariés	2 340	19	587	27	24
50-499 salariés	2 888	24	578	26	19
500-2 999 salariés	1 960	16	297	14	14
> 3 000 salariés	2 747	23	33	2	0
Ensemble	12 059	100	2 183	100	17

*Note* : La concentration des créations d'emplois dans les entreprises de petites tailles est encore plus forte que ce que suggère le tableau car le nombre d'emplois, en 2000, des entreprises en croissance qui ont changé de strate depuis 1985 sont comptabilisés dans la strate d'arrivée et non dans la strate de départ.

*Source* : Picart, 2004.

Des données plus récentes permettent de confirmer ce constat, comme le détaille le complément de Claude Picart à ce rapport. Les PME sont bien les entreprises qui créent massivement les emplois, même si cela ne se voit pas immédiatement dans les statistiques du fait des franchissements de seuils (une entreprise de moins de 250 salariés qui grandit franchira le seuil de 250 salariés, et donc ne sera plus considérée comme une PME). Le tableau 3 montre que, de 1999 à 2005, si l'emploi dans les PME n'augmente que de 3 %, comparé à 15 % pour les autres firmes, les PME de 1999 ont créé sur six ans 13 % de leur emploi initial, contre 3 % pour les autres firmes.

(4) Ce chiffre, qui concerne le nombre de salariés, n'est pas directement comparable à ceux du tableau précédent, qui traitent de la population occupée (salariés et non-salariés).

### 3. Dynamique de l'emploi par taille d'entreprises, 1999-2005

	PME	1-9	10-49	50-250	Autres	Total
Effectifs (en milliers)						
• 2005	7 266	2 905	2 532	1 829	7 185	14 451
• 1999	7 087	2 899	2 562	1 626	6 241	13 328
Créations emploi par rapport aux effectifs de la strate en 1999 (en %)	13	24	5	5	3	8
• franchis. seuil	-3	-20	7	11	3	
• achats/ventes	-7	-4	-13	-3	9	
Croissance effectifs de la strate (en %)	3	0	-1	13	15	8

Source : Complément à ce rapport de Picart.

Surtout, au-delà de leur rôle dans la création directe d'emplois, les PME contribuent fortement à la croissance par le processus de remplacement d'entreprises en place par de nouvelles entrantes, plus efficaces et porteuses d'innovations. Ce processus aurait contribué à lui seul à 25 % de la croissance de la productivité américaine imputable au progrès technique (dite « productivité globale des facteurs ») entre 1977 et 1987 (Foster, Haltiwanger et Krizan, 2000). L'OCDE a cependant montré que ce phénomène jouait moins fortement en Europe qu'aux États-Unis (Scarpetta, Hemmings, Tressel et Woo, 2002). Pour ce qui est du cas spécifique de la France, des études plus récentes aboutissent à des conclusions similaires (Crépon et Duhautois, 2004).

---

*Au total, les PME contribuent de façon essentielle à la croissance et à l'emploi. Les PME d'aujourd'hui feront les grands groupes de demain.*

---

#### 1.2. Un débat sur l'insuffisante croissance des PME en France

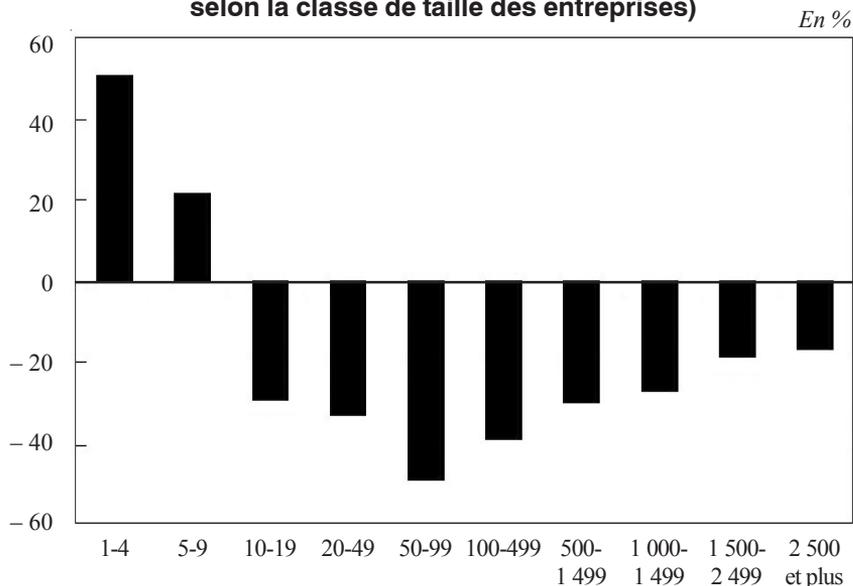
Plusieurs études récentes ont mis en avant la faiblesse de la croissance des PME françaises, qui constituerait une faiblesse structurelle de notre économie.

Selon une analyse de l'OCDE (Bartelsman, Scarpetta et Schivardi, 2003), les entreprises européennes se distingueraient de leurs consœurs américaines non pas par le nombre de créations, qui serait équivalent dans les deux zones, mais par le devenir des entreprises après leur naissance. Les firmes

américaines croîtraient en effet beaucoup plus rapidement : sept ans après leur création, l'emploi des entreprises toujours en vie s'élèverait à 226 % de l'emploi au moment de la création, contre 122 % en Allemagne et 107 % en France. En France, cependant, le taux de survie des entreprises serait supérieur à la moyenne.

Un rapport entrepris au Commissariat général du Plan (Passet et du Tertre, 2005) propose une approche statique en comparant la démographie des entreprises françaises et américaines par catégories de taille. Selon ces données, la France connaîtrait une population beaucoup plus nombreuse de très petites entreprises (TPE) qu'aux États-Unis. À l'inverse, il y aurait un véritable « déficit » d'entreprises de taille moyenne (entre 20 et 500 salariés), comme le montre le graphique 1.

**1. Nombre d'entreprises par habitant de 15 à 64 ans, en 2001  
(écart en pourcentage entre la France et les États-Unis  
selon la classe de taille des entreprises)**



Source : Passet et du Tertre (2005).

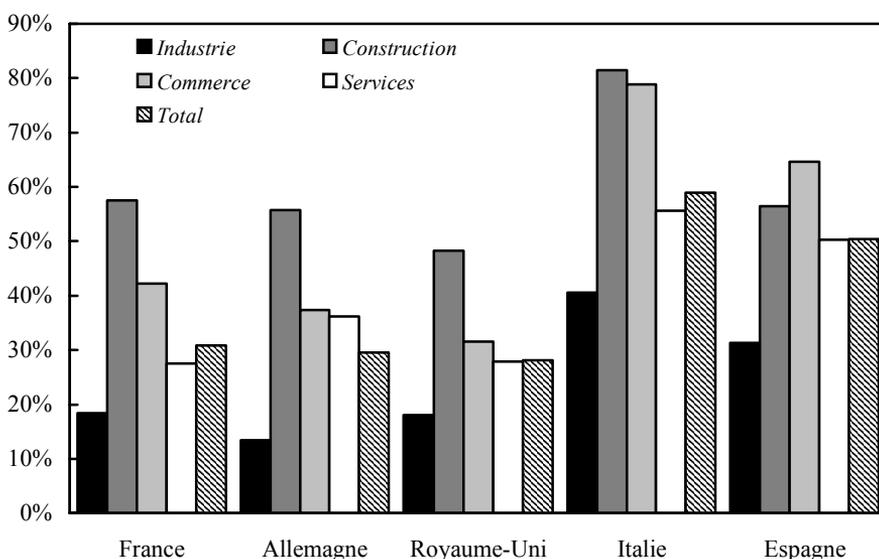
Les conclusions de ces études méritent d'être nuancées :

- d'une part, contrairement à d'autres pays (dont les États-Unis), la France ne dispose pas d'un outil de suivi des entreprises dans le temps (suivi longitudinal). La base de données SIRENE de l'INSEE, dans laquelle chaque entreprise est repérée par un numéro, ne permet pas de suivre une entreprise si elle change de numéro SIREN, ce qui peut être le cas si cette dernière fait l'objet d'une restructuration. Le changement de numéro SIREN d'une entreprise de 100 salariés est ainsi comptabilisé comme la destruction (et la création) d'une entreprise de 100 salariés.

Aussi les comparaisons portant sur l'emploi dans les entreprises sept ans après leur création, comme celle de l'OCDE, sont-elles fragiles d'un point de vue méthodologique, car elles ne tiennent pas compte des entreprises « faussement » créées (issues de restructurations d'autres entreprises) ;

- d'autre part, le constat sur le déficit français d'entreprises moyennes repose uniquement sur une comparaison avec les États-Unis. Or, si les statistiques sur les entreprises moyennes sont rares, la comparaison internationale peut être étendue à d'autres pays pour ce qui est des très petites entreprises. Aux termes des données d'Eurostat, et contrairement à ce que pourrait laisser penser une comparaison avec les seuls États-Unis, le poids des très petites entreprises n'apparaît pas hors norme en France.

## 2. Poids des entreprises de moins de vingt salariés dans l'emploi



Sources : Eurostat et calculs de Picart, 2006.

Au total, le constat d'une faible croissance des PME françaises, relayé par de nombreux observateurs, n'est pas exempt de critiques méthodologiques. Il reste cependant que, si l'on restreint l'analyse aux entreprises de très forte croissance (celles dont le chiffre d'affaires croît de plus de 20 % par an pendant quatre années consécutives), ces dernières sont beaucoup moins nombreuses qu'aux États-Unis. Si l'on en trouve 3 % parmi les PME américaines, la proportion équivalente en France selon les années se situe entre 0,3 et 0,5 % (complément de Picart *in* Betbèze et Saint-Étienne, 2006). Étant donné leur poids dans l'emploi (5 % des entreprises dites « gazelles », représentent 50 % des créations d'emplois), la croissance des gazel-

les est un enjeu important, comme l'a récemment montré le rapport *Une stratégie PME pour la France* (Betbèze et Saint-Étienne, 2006). Le gouvernement a d'ailleurs fait de l'aide aux gazelles, en 2006, l'une de ses priorités pour les PME<sup>(5)</sup>.

---

*Même si le débat existe sur l'insuffisante croissance des PME en France, tous doivent se retrouver sur la nécessité de l'encourager.*

---

### **1.3. Notre faiblesse : la croissance des PME indépendantes**

Si le constat d'une moindre croissance de l'ensemble des PME en France présente des fragilités, un fait davantage établi est que le développement des PME se fait surtout dans le giron des grands groupes. Restent donc sur le bord du chemin les PME indépendantes, autrement dit les « vraies » PME, dont le développement ne repose pas sur les moyens (techniques, financiers) de grands groupes.

L'analyse menée par Claude Picart (2004) sur l'emploi dans les entreprises et les groupes français entre 1985 et 2000 montre que la croissance de l'emploi salarié en France résulte essentiellement de deux processus complémentaires : un fort dynamisme des très petites entreprises et un relais pris par les grands groupes qui acquièrent les plus dynamiques des PME. Ce faisant, ces dernières restent des PME au sens juridique du terme mais la réalité économique est différente : parties intégrantes de groupes, elles se reposent dorénavant sur le groupe pour leur stratégie et leurs moyens de développement.

Le développement des grands groupes est d'ailleurs davantage porté par une croissance externe que par une croissance interne. Entre 1985 et 2000, les créations nettes d'emplois dans les groupes de plus de 3 000 salariés, qui s'élèvent à 440 000, résultent en réalité d'une destruction « interne » de 550 000 emplois et d'une croissance externe de 990 000 emplois<sup>(6)</sup>.

L'intégration dans un groupe est pour les PME françaises une voie privilégiée de développement. Comme le montre le tableau 4, les entreprises de 10 à 49 et de 50 à 499 salariés ont un taux de croissance nettement plus important lorsqu'elles font partie d'un groupe, surtout d'un grand groupe.

---

(5) Voir le « programme gazelles » et le « statut de la PME de croissance » créé par la loi n° 2006-1666 du 21 décembre 2006 de finances pour 2007. Il prévoit notamment pour les entreprises éligibles un gel d'impôt sur les sociétés et un report des cotisations sur les salaires pour les nouvelles embauches.

(6) La croissance externe comprend ici à la fois les acquisitions et les franchissements du seuil de 3 000 salariés par les groupes plus petits.

#### 4. Taux de croissance annuel moyen des entreprises pérennes suivant la taille d'entreprise et le type d'entité entre 1985 et 2000

En %

	Type d'unité économique				
	Entrep. indé- pendantes et microgroupes	Groupes		Entreprises d'intérim	Total
		500-2 999 salariés	> 3 000 salariés		
10-49 salariés	1,3	8,9	14,1	—	1,9
50-499 salariés	0,2	0,9	3,1	15,2	1,1
500-2 999 salariés	0,6	-0,6	-1,2	—	-0,5
> 3 000 salariés	—	—	-2,0	5,4	-1,2
Ensemble	0,8	0,3	-0,9	8,2	0,4

Source : Picart, 2004.

Les données de l'étude permettent de préciser davantage l'évolution des PME avant et après leur entrée dans un groupe. Avant leur intégration, les PME qui vont intégrer un groupe gagnent de l'emploi alors que celles qui restent indépendantes en perdent, ce qui montre que les groupes sélectionnent les entreprises les plus dynamiques. Après leur intégration, les PME qui intègrent un grand groupe voient leur croissance en emplois augmenter encore plus, leur croissance annuelle moyenne atteignant 3 %. Par ailleurs, ces dernières ont 19 % de chances de connaître une restructuration après leur entrée dans le groupe contre 3 % si l'entreprise était restée indépendante.

Ces résultats laissent donc penser que les grands groupes fournissent aux PME françaises un cadre privilégié pour leur croissance : une sélection des entreprises les plus dynamiques, un apport d'actifs en provenance du groupe aux entreprises nouvellement intégrées, qui se traduit par un surcroît de croissance. En ce qui concerne les gazelles (les 5 % de PME ayant connu la croissance la plus forte, *cf. supra*), il faut d'ailleurs noter que 78 % d'entre elles sont des filiales de groupes.

Le surcroît de croissance observé pour les entreprises ayant intégré un groupe peut également s'expliquer par un accès facilité aux financements externes. Les entreprises indépendantes éprouvent en effet plus de difficultés à trouver des financements que les entreprises de taille équivalente mais contrôlées par un groupe (Kremp et Sevestre, 2000).

De fait, les recherches les plus récentes montrent que le mouvement d'intégration des PME au sein de groupes s'est accéléré ces dernières années. Si en 1999, 35 % de ces dernières étaient adossées à un groupe, elles étaient 44 % en 2004, représentant plus de 60 % des effectifs salariés et de la valeur ajoutée des PME<sup>(7)</sup> (Nahmias, 2007).

(7) Les PME répondent ici à une définition spécifique, ce qui explique les décalages entre ces chiffres et ceux présentés dans le tableau 1. Le périmètre étudié est celui du fichier FIBEN de la Banque de France, qui concerne les entreprises dont le chiffre d'affaires excède 750 000 euros ou dont l'endettement bancaire dépasse 125 000 euros. Au sein de ce périmètre, les PME sont comprises, au sens du Comité de Bâle, comme les entités réalisant un chiffre d'affaires inférieur à 50 millions d'euros.

Ce phénomène amène à s'interroger sur la croissance des PME qui ne sont pas intégrées au sein d'un groupe, celles qui restent indépendantes et cherchent les moyens financiers de leur développement auprès des fonds, des marchés de capitaux ou des banques. Une importante différence dans le modèle de croissance des PME entre la France et les États-Unis pourrait venir du mode d'apport des ressources financières aux entreprises : aux États-Unis, l'apport de ressources proviendrait essentiellement des marchés de capitaux ; en France, il s'effectuerait davantage à l'intérieur des grands groupes qui ont développé d'importants marchés de capitaux internes (Picart, 2003).

---

*C'est la croissance des PME indépendantes qui est le bon critère de lecture lorsque l'on s'interroge sur un éventuel goulot d'étranglement concernant le financement des PME.*

---

#### **1.4. Pourquoi assurer aux PME les moyens d'une croissance autonome ?**

Si les PME françaises parviennent à atteindre un rythme satisfaisant de croissance du moment qu'elles s'intègrent dans un groupe qui leur fournit, directement ou indirectement, les moyens de leur développement, pourquoi se préoccuper du financement des PME en général et, en particulier, des PME indépendantes ?

Il y a à cela deux raisons :

- comme rappelé ci-dessus, les PME constituent un enjeu important pour l'emploi et la valeur ajoutée en France. Il revient à la puissance publique de veiller aux conditions de leur développement si ce dernier est freiné par des défaillances de marché, y compris pour celles qui, par choix ou par nécessité, ne s'adossent pas à un groupe ;
- le modèle de croissance des PME par intégration au sein des groupes, décrit ci-dessus, fait peser le risque d'un insuffisant renouvellement du tissu productif français. Ce modèle de croissance pourrait expliquer un phénomène qui distingue la France et l'Europe par rapport aux États-Unis, souligné par plusieurs analyses récentes, celui d'une forte « stabilité au sommet » du tissu productif.

La démographie des firmes européennes serait caractérisée par l'existence d'un club relativement fermé de grands groupes qui n'admettraient que rarement de nouveaux membres en leur sein. Au contraire, le club des plus grands groupes américains serait marqué par un renouvellement beaucoup plus fréquent. Sur les 296 plus grandes entreprises américaines en

1999, 64 avaient été créées *ex nihilo* depuis 1980. Sur les 175 entreprises européennes, seules neuf étaient dans la même situation (Rouguet, 1999, cité par Cohen et Lorenzi, 2000).

En France, ce phénomène est encore plus accusé. Parmi les 100 premiers groupes français en termes d'emplois en 2000, sept pourraient *a priori* être des *success stories*, dans la mesure où leur position de départ en 1985 était très inférieure<sup>(8)</sup>. Or, parmi ces sept candidats, un seul correspond au modèle d'une croissance autonome et continue. Les six autres sont soit des parties françaises de groupes étrangers, soit des cas particuliers issus de restructurations de groupes existants.

Or, le renouvellement du tissu productif, qui n'est pas un objectif en lui-même, devient une condition déterminante de la croissance pour les économies fondées sur l'innovation. Certains prolongements récents des théories de la croissance (notamment Acemoglu, Aghion et Zilibotti, 2006) distinguent en effet les régimes de croissance fondés sur l'imitation de technologies existantes des régimes fondés sur l'innovation. Les économies qui se situent dans le premier cas s'appuient sur les entreprises et les entrepreneurs en place, qui sont les mieux à même d'effectuer les investissements à grande échelle permettant d'incorporer les technologies existantes. Pour les économies relevant du second cas, qui se situent « à la frontière technologique », l'enjeu est au contraire de sélectionner les entreprises et les entrepreneurs les plus innovants pour favoriser le processus de destruction créatrice schumpétérien.

Le modèle d'un faible renouvellement productif au sommet, que l'on constate en Europe et, en particulier, en France, serait ainsi moins favorable à la croissance dès lors que l'économie est sortie du régime de croissance fondé sur l'imitation. Ce serait le cas en Europe depuis la fin des Trente glorieuses, d'après le rapport Sapir (2004). C'est pourquoi ce rapport invitait en 2004 les États membres de l'Union européenne à chercher les moyens d'un renouvellement plus dynamique des entreprises, ce qui passe notamment par la constitution de leaders à partir de la croissance de PME.

---

*La croissance de l'économie sera renforcée par la croissance des PME autonomes.*

---

---

(8) Groupe classé au-delà du 100<sup>e</sup> rang en 1985 pour les 50 premiers groupes en 2000 ; groupe classé au-delà du 1 000<sup>e</sup> rang en 1985 ou n'existant pas encore pour les groupes classés entre les 50<sup>e</sup> et 100<sup>e</sup> rangs en 2000.

## 1.5. L'importance des obstacles liés au financement

Les obstacles structurels à la croissance des PME sont *a priori* multiples. Ils peuvent toucher chacun des trois principaux marchés sur lesquels elles interviennent :

- le marché du financement, bien sûr, si les PME éprouvent des difficultés excessives d'accès aux financements externes, que ces derniers soient sous la forme de fonds propres ou de dette ;
- le marché des biens et services, si des contraintes réglementaires empêchent l'instauration d'une concurrence suffisante. Des réglementations limiteraient ainsi l'accès à de nombreux secteurs économiques, en particulier dans les services, dont le rapport Cahuc et Kramarz (2004), remis au ministre de l'économie en 2004, tentait un recensement, prolongé récemment par le travail de la Commission Attali « pour la libération de la croissance française » de 2008 ;
- le marché du travail également qui, faisant peser d'importantes contraintes sur les entreprises (protection contre les licenciements, seuils sociaux, qualification de la main d'œuvre), peut constituer un obstacle au développement des PME en France, régulièrement souligné par l'OCDE.

Il est difficile de faire la part entre ces trois séries d'obstacles potentiels, et de déterminer leurs poids respectifs. Cependant, les analyses les plus récentes suggèrent que les difficultés d'accès aux financements jouent un rôle de premier ordre. À partir d'un échantillon d'entreprises de seize pays industrialisés ou émergents, une étude montre que les contraintes financières constituent un obstacle à la croissance des PME au moins aussi important que les rigidités sur le marché du travail (Aghion, Fally et Scarpetta, 2007).

Pour le cas français, le complément de Claude Picart en annexe à ce rapport suggère que, contrairement aux idées reçues, les PME françaises ne semblent pas souffrir d'une insuffisante rentabilité. Leur rentabilité apparaît au contraire plus élevée, aussi bien à travers les différents ratios comptables de rentabilité qu'à travers leur valorisation lors de leur acquisition par des groupes. Pour les entreprises les plus jeunes (entre cinq et dix ans d'existence), Claude Picart met en évidence une relation « en cloche » (croissante puis décroissante) liant la rentabilité et la taille de l'entreprise, la rentabilité maximale étant atteinte entre 5 et 10 salariés. L'avantage de rentabilité s'estompe lorsque les PME vieillissent, et cette baisse est encore plus accentuée pour celles qui vieillissent sans grandir.

Malheureusement, il est probable que ce constat d'une bonne rentabilité des jeunes PME soit en réalité en demi-teinte. On peut raisonner en termes d'exposition au risque et penser qu'une rentabilité *moyenne* supérieure est la contrepartie d'une volatilité plus marquée des performances et d'un risque de défaut plus élevé parmi les jeunes entreprises. Les éléments avancés dans le complément montrent que cet effet « prime de risque » ne suffit pas à expliquer le différentiel de rentabilité. La solidité apparente des jeunes

PME pourrait alors être la contrepartie d'une plus forte sélectivité : des barrières à l'entrée ou au développement pourraient expliquer que ce sont surtout des PME très rentables qui arrivent à se créer et à franchir les premières étapes de leur existence<sup>(9)</sup>.

Ce phénomène serait comparable au constat aujourd'hui consensuel effectué sur le marché du travail français : la forte productivité horaire constatée en France est en partie due au fait que de nombreux chômeurs, à productivité faible, sont exclus de l'emploi. Transposé aux PME, ce constat signifierait qu'il existe de nombreuses PME en puissance, moins rentables que les PME existantes mais rentables tout de même, qui ne parviennent pas à se créer et à se développer.

Il y a de fortes chances que ces barrières au développement soient, au moins en partie, de nature financière. L'étude ci-dessus de la croissance comparée des PME indépendantes et des PME acquises par des groupes en fournit un premier indice.

L'évolution de la structure financière des PME sur quinze ans en fournit un second. De 1990 à 2005, comme les grandes entreprises, les PME se sont fortement désendettées, ce qui leur a permis d'accroître les dividendes distribués et d'augmenter leurs fonds propres. Mais contrairement aux plus grandes entreprises, cet assainissement financier ne s'est pas traduit par davantage d'investissements. Bien au contraire, la part de la valeur ajoutée consacrée à l'investissement est en baisse sur quinze ans, cette baisse semblant d'ailleurs spécifique aux PME.

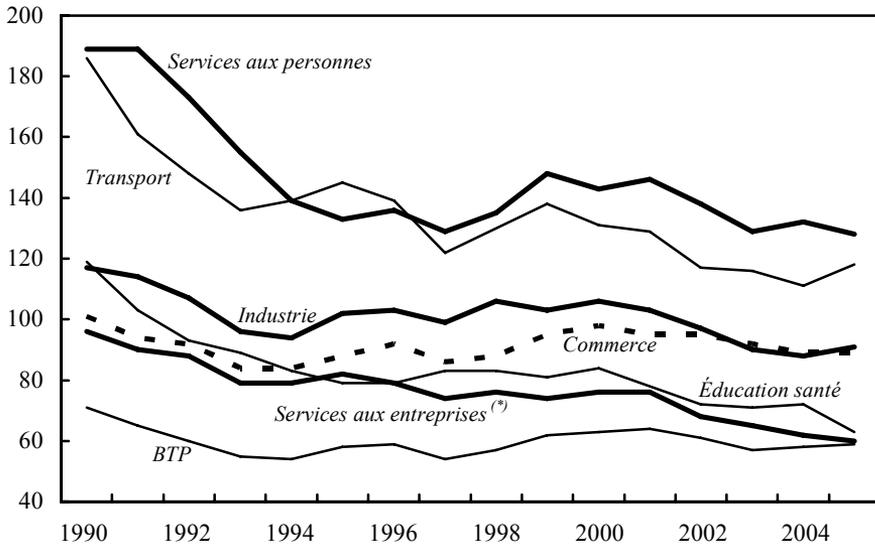
Une importante partie des bénéfices non transformés en investissement est allée, pour les PME françaises, alimenter le stock de trésorerie. L'analyse développée dans la contribution en annexe montre que, si les PME ont accumulé tant de trésorerie, c'est très probablement dans le but de se prémunir contre les chocs négatifs dans un contexte où les concours bancaires sont difficiles à obtenir. Les profils comparés des concours bancaires et de la trésorerie des PME présentent une complémentarité frappante. Les seconds augmentent continûment sur la période, à mesure de la baisse des premiers.

L'existence de contraintes de crédit de court terme touchant spécifiquement les PME françaises est confirmée par la comparaison des structures de bilan des entreprises en Europe et aux États-Unis. Ces dernières ne se distingueraient pas en effet pas tant par le montant de leurs fonds propres que par les dettes à court terme contractées auprès d'institutions financières (5 % de la taille du bilan en France contre 9 % aux États-Unis et 12 % en Allemagne).

---

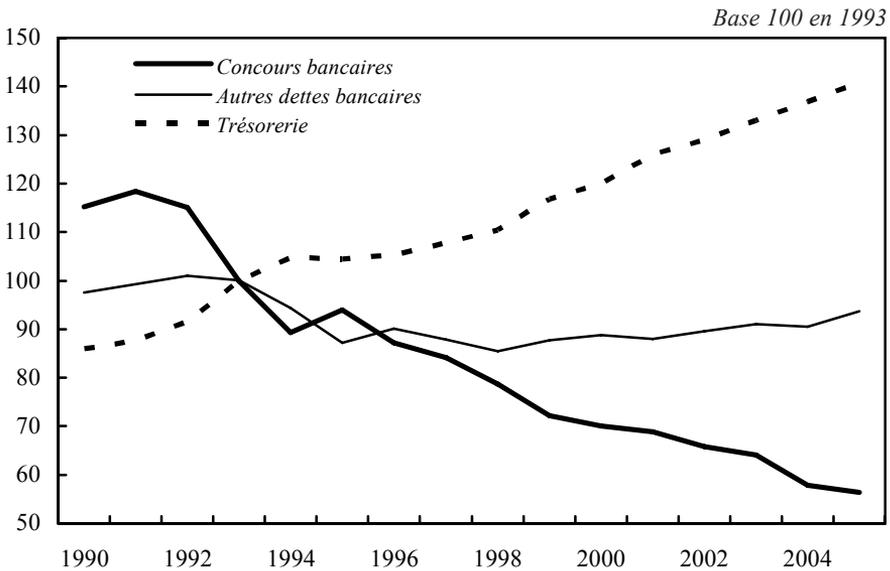
(9) Dans le complément, Claude Picart évoque également une explication en termes d'innovation et de concurrence. La jeune entreprise bénéficie d'un surcroît de rentabilité par sa position de *first mover*. Cet avantage est ensuite érodé par l'apparition d'imitateurs concurrents.

### 3. Taux d'investissement (investissement corporel/VA) des PME par secteur (1990-2005)



Source : Complément de Picart, 2008.

### 4. Évolution des dettes bancaires et de la trésorerie des PME rapportée à la VA



Source : Complément de Picart, 2008.

## 5. Structure du passif en fonction de la taille de l'entreprise, Industrie

En % du total

	Allemagne	France	Espagne	États-Unis
	1999	2000	2000	2000
<b>PME</b>				
Capitaux propres	26,8	37,0	44,7	43,5
• dette de long terme	14,6	15,9	11,0	23,2
– auprès des IF	10,2	8,1	7,5	12,2
• dette de court terme	42,3	44,7	42,9	31,3
– auprès des IF	11,6	4,7	12,6	9,1
• provisions pour risques et charges	16,3	2,5	1,4	2,0
<b>Grandes entreprises</b>				
• capitaux propres	33,5	36,0	42,7	38,5
• dette de long terme	5,1	16,4	10,2	21,4
– auprès des IF	2,7	3,4	4,9	7,5
• dette de court terme	30,7	41,6	42,3	25,8
– auprès des IF	3,9	4,2	5,1	2,2
• provisions pour risques et charges	30,8	5,9	4,9	14,3

Sources : Base de données BACH et Commission européenne, 2000.

Les PME françaises recourent ainsi moins aux crédits de trésorerie que leurs homologues étrangères, ce qui les amène à accumuler des liquidités pour disposer de la flexibilité requise pour la gestion du cycle d'exploitation. Une étude comparative des modes de financement des entreprises allemandes et françaises par la Banque de France et la Bundesbank notait déjà, en 1999 (Sauvé et Scheuer), que les PME françaises étaient contraintes de maintenir un stock de liquidités important (5 % du bilan contre 2 % en Allemagne) pour conserver la flexibilité nécessaire en l'absence d'accès facile au crédit bancaire de court terme.

Au total, tout semble donc se passer, en forçant un peu le trait, comme si :

- du fait de multiples barrières à l'entrée, seules les plus rapidement rentables des PME françaises parviennent à naître et à se développer ;
- les bénéficiaires constitués par les PME ne sont pas transformés en investissements, car les concours bancaires sont difficiles à obtenir, mais alimentent des réserves de trésorerie de précaution pour se prémunir contre d'éventuels chocs négatifs à venir ;
- en l'absence d'accès aisé aux financements externes, les PME les plus innovantes ou prometteuses sont acquises par des groupes, souvent étrangers, tandis que la majorité de celles qui restent stagne dans un environnement de faible croissance.

## 2. Le point de vue des chefs d'entreprises rencontrés

Le constat précédent est renforcé de façon qualitative par les chefs d'entreprises rencontrés. Nombre d'entre eux pourraient se retrouver dans la citation suivante : « Il n'est pas difficile de financer en *leasing* son photocopieur mais il est beaucoup plus délicat de financer les investissements incorporels (brevets, etc.), ou les pertes d'exploitation qui s'apparentent pourtant, en phase de lancement, à des investissements (acquisition de clientèle, coûts commerciaux, ouverture de magasins, etc.) ».

Ainsi, l'accès aux financements externes se fait en effet sous fortes contraintes pour les PME. L'enjeu des deux prochaines parties de ce rapport sera de détailler ces contraintes et de proposer, dans la mesure du possible, des solutions.

En matière de fonds propres, les PME françaises ne disposent pas de marchés financiers accessibles et profonds, en dépit de l'existence d'Alternext, spécifiquement destiné aux PME (*cf.* section 2).

Ne reste donc essentiellement que le financement intermédié par emprunts bancaires. Or, la poursuite ci-dessous de l'analyse sur les contraintes de crédit montre que de telles contraintes sont réelles et pourraient être levées par un meilleur fonctionnement du couple risque-rendement pour les PME françaises (*cf.* section 3).

## 2. Favoriser le financement en fonds propres

### 2.1. Le cas spécifique du capital-risque : une activité essentielle dont il faut favoriser le développement

Le cas du capital-risque est particulier car il s'adresse plus spécifiquement à certaines PME, notamment celles de haute technologie à fort potentiel de croissance, qu'on appellera ici simplement *start-ups*. Dans la vie d'une *start-up*, on distingue habituellement plusieurs stades, qui correspondent chacun à un degré de risque différent et appellent des financements spécifiques :

- la phase de R&D, pour les *start-ups* issues de la recherche d'un laboratoire public ou d'un grand groupe, pendant laquelle la société n'est souvent pas encore constituée ;
- la phase d'amorçage, qui doit mobiliser des capitaux pour financer l'étude de faisabilité et l'élaboration du *business plan* ;

- la phase de création, qui doit financer les dépenses immatérielles (salaires des chercheurs, frais de publicité, par exemple) ainsi que le développement et l'industrialisation des premiers produits, qui nécessite de nombreuses années dans les domaines technologiques, et le lancement de l'exploitation ;

- la phase d'expansion, qui débute lorsque l'entreprise atteint le point mort, et se termine lorsqu'elle a atteint un niveau de rentabilité suffisant pour assurer sa pérennité.

L'intervention du capital-risque se situe en général après la phase d'amorçage et au début de la phase d'expansion. En effet, les stades préliminaires mobilisent des financements très spécifiques : crédits de laboratoires publics ou privés pour la phase de R&D, personnes physiques ou incubateurs publics ou privés pour la phase d'amorçage. Parmi ces personnes physiques se trouvent les investisseurs dits « providentiels », ou *business angels*, ainsi que les proches du dirigeant (« *love money* »). Bien que les frontières soient parfois mouvantes, ce n'est qu'ensuite qu'interviennent les capital-risqueurs, et plus tard encore les marchés financiers ou les grandes entreprises au niveau de la sortie du capital-risque.

L'Europe se situe loin derrière les États-Unis en termes de capital-risque, les montants investis étant de l'ordre de moitié par rapport à outre-Atlantique.

## 6. Le capital-risque aux États-Unis

	1980	1990	1998	2000	2002	2004	2007
Investissement dans l'année par le capital-risque (en milliards de dollars)	0,5	2,8	21,4	105,0	22,0	22,4	30,5
Montant moyen investi par société dans le capital-risque (en milliers de dollars)	1 312	2 662	6 209	13 290	7 120	7 290	7 800
Nombre d'introductions en bourse <sup>(*)</sup>	60	70	77	264	22	93	86
Nombre de cessions <sup>(**)</sup>	1	17	201	316	315	339	305

Notes : (\*) Nombre d'entreprises financées par le capital-risque introduites en bourse ; (\*\*) Nombre d'entreprises financées par le capital-risque vendues à une entreprise non financière.

Source : National Venture Capital Association.

En Europe, la France est le deuxième pays en termes d'investissements nouveaux, mais loin derrière le Royaume-Uni. Les investissements y stagnent, à l'inverse des cas espagnol, britannique et suédois. La part des premiers stades y est en régression.

## 7. Le capital-risque en Europe

	1998	2000	2001	2002	2003	2004	2007
Investissement dans l'année par le capital-risque (en milliards de dollars)	6,0	19,6	12,2	9,8	8,4	10,3	12,0
Montant moyen investi par société dans le capital-risque (en milliers de dollars)	1 288	2 140	1 738	1 369	1 317	1 761	2 790
Nombre d'introductions en bourse <sup>(*)</sup>	239	249	47	41	37	59	82
Nombre de cessions <sup>(**)</sup>	965	1 308	1 233	821	650	686	699

Notes : (\*) Nombre d'entreprises financées par le capital-risque introduites en bourse ; (\*\* ) Nombre d'entreprises financées par le capital-risque vendues à une entreprise non financière (hors fonds).

Source : European Venture Capital Association.

## 8. Investissements dans l'année par le capital-risque et part des premiers stades (amorçage et création) dans six pays européens

En millions d'euros

	1999		2004		2007	
Allemagne	2 584	(38,8 %)	965	(36,6 %)	1 065	(40,0 %)
Espagne	481	(19,3 %)	1 257	(5,5 %)	990	(11,3 %)
France	1 590	(32,7 %)	1 572	(26,2 %)	1 358	(23,6 %)
Italie	541	(27,2 %)	481	(4,7 %)	294	(7,7 %)
Royaume-Uni	2 537	(10,0 %)	3 607	(22,7 %)	4 762	(13,0 %)
Suède	414	(58,3 %)	632	(36,7 %)	738	(38,6 %)

Source : European Venture Capital Association.

Sans entrer dans une analyse détaillée de l'industrie française du capital-risque, il apparaît que ce segment de financement présente plusieurs faiblesses en France si on le compare à la situation américaine.

### 2.1.1. Les profils des équipes gestionnaires de fonds

D'une part, il semble que les profils des équipes gestionnaires de fonds soient, en France, moins riches en expériences industrielles qu'aux États-Unis. De l'avis général, quand les fonds américains sont indépendants (*partnerships*) et dirigés par des anciens managers, créateurs de *start-ups* voire *serial entrepreneurs*, les fonds français font de leur côté la part belle aux compétences plus spécifiquement financières, aux départements *private equity* de banques ou de sociétés d'assurance, induisant un comportement d'investisseurs « suiveurs » et une concentration des investissements sur les stades moins risqués.

Ce constat est problématique dans la mesure où le capital-risqueur n'est pas un financier comme les autres. Il doit apporter en effet beaucoup plus que des sources de financement : son rôle est également de partager contacts, conseils stratégiques, managériaux et technologiques, aides au recrutement, etc. Certains parlent même de « financier interventionniste » (Dubocage et Rivaud-Danset, 2006) ou de « financier-entrepreneur ».

Cette intervention dans la gestion de l'entreprise a fait l'objet de nombreuses enquêtes aux États-Unis : chaque entreprise du portefeuille d'un capital-risqueur est visitée en moyenne dix-neuf fois par an, les dirigeants des entreprises sont fréquemment remplacés sur décision du fonds de capital-risque (Gorman et Sahlman, 1989). En Europe, à l'inverse, à la fois les visites d'entreprises et le remplacement des dirigeants sont moins fréquents qu'aux États-Unis (Hege, Palomino et Schwienbacher, 2008), ce qui montre que le capital-risque s'y développe selon un modèle différent. Cette différence est pourtant cruciale car elle tient à ce qui fait la spécificité du capital-risque par rapport aux autres méthodes de financement.

Il n'est pas aisé d'apporter une solution à ce problème, qui tient de la culture de chaque pays, tous n'ayant pas l'histoire et les atouts de la Silicon Valley. Il ne serait pas inutile, néanmoins, de s'inspirer de l'expérience de certains pays étrangers qui, confrontés à la même situation, ont mis en place des solutions innovantes.

Israël, par exemple, a mis en place en 1993 un programme public de soutien au capital-risque (*Yozma*) dans le double objectif que les organismes de capital-risque atteignent une taille critique et que les capital-risqueurs aient une compétence entrepreneuriale et technologique suffisante.

### 3. Le programme israélien Yozma (1993-1998)

*Yozma* était un programme public en faveur du développement du capital-risque en Israël. Il imposait aux organismes de capital-risque éligibles de lever des capitaux à l'étranger pour pouvoir bénéficier d'une aide publique sous forme d'investissement en capital : bien que manquant d'expérience, les capital-risqueurs israéliens ont dû s'intégrer dans un réseau international et développer leurs compétences. Ce programme s'est révélé être une grande réussite (Avnimelech, Kenney et Teubal, 2004), le capital-risque ayant émergé en Israël en un temps record. Il n'explique cependant pas à lui seul le succès du capital-risque israélien (le lien avec la recherche militaire est un aspect primordial du modèle israélien).

À l'heure où un ambitieux programme public se met en place en direction du financement en fonds propres des PME innovantes (France Investissement), la France pourrait s'inspirer du modèle israélien qui a utilisé le levier du financement public pour inciter au développement des compétences et de l'indépendance des équipes de capital-risque et à leur insertion dans un réseau de financeurs internationaux.

### 2.1.2. L'environnement dans lequel s'exerce le capital-risque

D'autre part, l'environnement dans lequel s'exerce le capital-risque n'est pas optimal en France. Comme le montre l'exemple de la Silicon Valley, le capital-risque n'est qu'une des nombreuses facettes d'un système d'innovation dont les facteurs-clé de succès sont nombreux et qui en font un véritable écosystème de croissance. On peut citer, pêle-mêle :

- un système d'enseignement supérieur et de recherche qui repose sur des universités puissantes, autonomes, élitistes, attirant les meilleurs enseignants-chercheurs et étudiants du monde entier, et ouvertes sur les *start-ups* ;
- de nombreux dispositifs de transfert de technologie et de couplage entre la recherche académique et le développement industriel ;
- de nombreux réseaux d'entrepreneurs et d'industriels désireux de faire profiter aux entreprises naissantes de leur expérience (*business angels*) ;
- une concentration géographique en « *clusters* » technologiques de niveau international agrégeant campus universitaires, capital-risque, agents de brevets, consultants spécialisés, *start-ups*, centres de recherche de grandes entreprises, banques d'affaires, etc. ;
- l'envie commune de prendre des risques et de gagner de l'argent ;
- un marché du travail flexible, grâce auquel un entrepreneur peut prendre des risques à l'embauche dans un contexte d'incertitude quant à la réussite de son projet ;
- l'accès immédiat à un marché de 300 millions de consommateurs de biens et de services ;
- l'accès à des marchés financiers profonds, particulièrement adaptés au financement des entreprises technologiques, avec une continuité entre capital-risque et marché boursier ;
- un esprit d'entreprise culturellement très ancré, un « coût de l'échec » faible, etc.

Bien qu'il sorte évidemment du cadre de ce rapport d'analyser chacun de ces points individuellement, il importe néanmoins d'insister sur les trois premiers, tant ils sont liés au succès du capital-risque.

Premièrement, les technologies issues des universités, dont le développement est financé par le capital-risque, ont d'autant plus de chances de succès qu'elles se fondent sur une recherche académique de pointe. Loin de s'opposer, recherche fondamentale d'excellence et applications industrielles s'alimentent mutuellement.

Le récent rapport de l'Inspection générale des Finances et de l'Inspection générale de l'administration de l'Éducation nationale et de la Recherche sur la « valorisation de la recherche » (Cytermann, Guillaume, Langlois-Berthelot, Malleray et *al.*, 2007), qui s'est penché sur cette question, faisait le constat que « la bonne recherche fait la bonne valorisation ». En

effet, tant en France qu'aux États-Unis, l'excellence scientifique (mesurée par les indices de publication ou le montant des financements publics sur projets) est un facteur déterminant de la réussite des *start-ups* issues de la recherche académique.

Deuxièmement, même s'il est second en importance par rapport au système de recherche lui-même, le système de transfert de technologie des laboratoires universitaires vers le marché (offices de transfert technologiques, incubateurs, etc.) joue également un rôle de poids. Sur ce point, le constat n'est pas encourageant. Comme le note le rapport des deux inspections générales, malgré l'initiative bienvenue de la loi sur l'innovation et la recherche de 1999 (dite loi « Allègre »), la valorisation de la recherche n'a pas progressé depuis, que ce soit du point de vue des contrats de recherche public-privé, de la valorisation des brevets ou de la création de *start-ups* technologiques issues des universités.

---

### **Proposition 1**

*Pour développer le capital-risque, améliorer l'environnement dans lequel il s'exerce :*

- *mettre l'accent sur l'excellence de la recherche académique universitaire, en accélérant la politique d'autonomie des universités et de financement compétitif sur projets de la recherche publique par l'Agence nationale de la recherche (ANR) ;*
- *améliorer le couplage entre la recherche publique et l'industrie (mobilité des chercheurs, offices mutualisés et professionnalisés de transfert de technologie, incubateurs).*

---

Troisièmement, l'exemple américain, mais aussi britannique, montre l'importance d'une catégorie spécifique de capital-risqueurs : les *business angels*. Appelés aussi investisseurs providentiels ou investisseurs individuels, ce sont généralement des entrepreneurs ou des cadres dirigeants de grands groupes ayant réussi, souhaitant poursuivre leur activité dans les secteurs technologiques qu'ils connaissent. Ils interviennent essentiellement aux premiers stades de la vie des *start-ups* (*early stage*), stades où les montants à investir se situent en dessous des seuils d'intervention du capital-risque institutionnel (la tranche visée par les *business angels* est comprise entre 200 000 et 1,2 million d'euros).

Capital-risque par nature informel, l'activité des *business angels* est difficile à évaluer, mais les enquêtes disponibles montrent qu'elle constitue la première source de financement des entreprises de haute technologie dans l'amorçage aux États-Unis (Freear et al., 2002 et Denis, 2004).

Les *business angels* exercent leur activité en réseau, ce qui leur permet à la fois de garder l'anonymat pour ceux qui le souhaitent, d'être informés des nouveaux projets, et de pouvoir être contactés par un entrepreneur lançant une nouvelle affaire. Ces réseaux, formels ou informels, sont soutenus par les pouvoirs publics aux États-Unis.

En France, ces réseaux se développent semble-t-il à grande vitesse. D'après les professionnels du secteur, ils sont environ 60 aujourd'hui contre 30 il y a deux ans. Le nombre de *business angels* répertoriés dans ces réseaux serait autour de 6 000 aujourd'hui, contre 400 000 aux États-Unis.

Il importe d'accompagner le développement de ces réseaux de *business angels*, de les rendre accessibles à l'entrepreneur en phase de création d'entreprise de telle sorte qu'il puisse entrer en contact avec la bonne personne au bon moment et de favoriser leurs relations avec les fonds de capital-risque. Un important travail a déjà été accompli par les fédérations de réseaux de *business angels*, en particulier par l'association *France Angels*, qui publie un « annuaire des réseaux de *business angels* » organise des « écoles des *business angels* », promeut la mutualisation des bonnes pratiques (« Code de déontologie » et « Charte des réseaux de *business angels* ») et assure l'interface entre les réseaux et les partenaires extérieurs (organismes de financement d'amorçage et de capital-risque).

Ce travail doit être encouragé par les autorités publiques, notamment par une démarche de labellisation des réseaux de *business angels* et par un soutien à leur fonctionnement par le ministère chargé des PME en lien avec le ministère chargé de la Recherche. La labellisation pourrait être la conséquence de l'adhésion des *business angels* à une charte prévoyant des engagements en matière de délais de réponse, de motivation des réponses négatives, d'affichage d'objectifs, d'investissements annuels, etc.

Pour aller plus loin, il convient de se demander si la puissance publique ne pourrait pas soutenir davantage les *business angels*.

La voie fiscale a été explorée avec la création de la SUIR (société unipersonnelle d'investissement à risque) par la loi de finances pour 2004 qui permet dans certaines conditions aux investisseurs providentiels de voir les distributions de bénéfice exonérées d'impôt sur le revenu, statut dont les avantages ont été renforcés par la loi de finances pour 2006. Les conséquences de l'échec prévisible de ce dispositif, qui ne prévoyait notamment aucune exonération au titre de l'impôt sur la fortune, ont été tirées à l'occasion de la loi du 21 août 2007 en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat (TEPA), qui prévoit que 75 % des sommes investies par des contribuables à l'ISF dans des PME peuvent être imputées sur l'impôt dû dans la limite de 50 000 euros annuels de réduction.

Ce dispositif est intéressant, même s'il pourrait être davantage différencié en fonction des cibles concernées. Les augmentations de capital de PME à hauts risques devraient pouvoir être davantage aidées que l'échange de titre sur le marché secondaire, ou que le financement d'entreprises faiblement risquées.

Il devrait en tout état de cause faire l'objet d'une évaluation, notamment au regard de l'objectif d'augmentation du nombre des *business angels*, des sommes investies par ces derniers et de la création de valeur à moyen terme. En fonction de cette évaluation, qui pourrait avoir lieu à partir de la fin de l'année 2008, si les résultats sont insuffisants, il pourrait être envisagé de renforcer le soutien public aux *business angels* par des mesures d'abondement régional ou par OSÉO aux sommes investies par ces derniers. Ainsi par exemple, les fonds régionaux d'amorçage ou OSÉO pourraient abonder à hauteur de 100 % les investissements des réseaux de *business angels labellisés*, sous forme de prêts remboursables en cas de succès.

---

### **Proposition 2**

*Encourager le développement des business angels en France :*

- *labelliser les réseaux de business angels et soutenir leur fonctionnement ;*
  - *après une évaluation des effets de l'exonération d'ISF introduite par la loi TEPA pour les investissements dans les PME, et en fonction des résultats de cette évaluation, envisager un mécanisme d'abondement public régional ou par OSÉO des investissements des réseaux labellisés de business angels.*
- 

## **2.2. Les aides publiques à la R&D : concentrées sur quelques secteurs, pas assez orientées vers les PME<sup>(10)</sup>**

Une fois créées, les PME doivent développer et consolider leur activité, se développer à l'international, se diversifier et conquérir de nouveaux marchés. La R&D, notamment de rupture, est centrale dans ce processus, tout particulièrement dans un contexte où les PME indépendantes ont du mal à croître et à remettre en cause le *leadership* des grandes entreprises en place (*cf.* section précédente).

Or, il apparaît que les PME françaises souffrent d'un déficit de R&D, encore davantage que l'ensemble du tissu productif français. Le constat est connu, mais il importe d'en rappeler les grandes lignes.

En France, les dépenses intérieures de R&D en 2005 se sont élevées à 2,13 % du PIB, niveau qui reste très en deçà de l'objectif de 3 % en 2010 fixé par le Conseil européen de Lisbonne, et qui s'explique par la faiblesse relative de l'effort de R&D du secteur privé, le niveau de la R&D publique étant élevé en comparaison internationale.

---

(10) Le contenu de ce paragraphe est largement emprunté au Rapport sur la valorisation de la recherche (Cytermann, Guillaume, Langlois-Berthelot, Malleray et *al.*, 2007).

Selon l'OCDE, la dépense intérieure de R&D (DIRD) financée par les entreprises (toutes tailles confondues) retrouve en 2003 son niveau de 1995 à 1,11 % du PIB. L'effort des entreprises françaises stagne sur longue période, alors que dans le même temps son intensité augmente dans les autres pays. La part de la DIRD financée par les entreprises est ainsi passée de 1,31 à 1,67 % en Allemagne, de 1,95 à 2,35 % au Japon, de 1,51 à 1,71 % aux États-Unis, de 1,34 à 2,44 % en Finlande et de 2,20 à 2,59 % en Suède sur la période 1995-2003. Parmi les pays industrialisés, seuls deux pays (le Royaume-Uni, qui est passé de 0,94 à 0,83 %, et l'Italie) connaissent une évolution aussi défavorable que la France.

En rapportant le niveau de l'investissement R&D au chiffre d'affaires (*cf.* le tableau 9), il apparaît un retard d'investissement prononcé en France pour les entreprises de taille intermédiaire allant de 50 à 500 salariés. Cet aspect est souligné dans le rapport de Passet et du Tertre (2005). Pour ces auteurs, l'alignement des budgets de R&D de cette catégorie d'entreprises sur leurs homologues américaines permettrait d'accroître de près de 15 % les dépenses privées de R&D en France, soit plus de 0,2 point de PIB<sup>(11)</sup>.

### 9. R&D en pourcentage du chiffre d'affaires (HT) selon la taille des entreprises, année 2004

*En %*

	États-Unis	France
[0, 49[ salariés	7,72	10,70
[50, 249[ salariés	6,21	4,78
[250, 499[ salariés	5,50	3,70
Plus de 500 salariés	3,40	2,82
Ensemble	3,72	3,18

Source : National Science Foundation, Division of Science Resources Statistics ; MENESR, DEP C2.

Ce constat est nuancé si l'on examine directement la répartition des dépenses de R&D par taille d'entreprises fournie par l'OCDE. Ce critère direct évite de rapporter la dépense en R&D à une base volatile. En comparaison des autres pays, la situation française ne semble pas singulière (*cf.* le tableau 10). Toutefois, le critère utilisé ne permet pas de séparer parmi les PME celles qui sont indépendantes de celles rattachées à un groupe. Or, comme il a été montré précédemment, c'est le faible dynamisme des PME indépendantes qui constitue un handicap français.

(11) Ce calcul est effectué en utilisant les données de 2002.

## 10. Répartition des dépenses de R&D par taille d'entreprise

En %

	États-Unis (2004)	Roy.-Uni (2005)	Suède (2005)	Japon (2005)	Italie (2003)	Allemagne (2005)	France (2004)
]0,10[ salariés	} 6	2	} 8	0	1	0	2
[10,49[ salariés		4		8	4	2	5
[50,249[ salariés	8	13	12	} 8	12	7	10
[250, 499[ salariés	4	10	6		10	5	8
[500,1000[ salariés	5	} 72	6	} 11	} 73	} 85	} 75
> 1000 salariés	77		67				

Sources : OCDE (OECD stat./Science, technologie et brevets) ; DIRDE : dépense intérieure de R&D du secteur des entreprises.

Il est donc difficile d'apporter une conclusion définitive à l'idée d'un sous-investissement des PME françaises en R&D. Si comme nous le pensons, ce sous-investissement caractérise nos PME, et plus particulièrement les PME indépendantes, alors les aides publiques à la R&D, l'une des seules catégories d'aide aux entreprises permises par la réglementation communautaire sur les aides d'État, pourraient constituer un levier déterminant sur la politique de R&D des PME.

Or, il s'avère que ces aides publiques à la R&D sont insuffisamment ciblées et ne profitent pas assez aux PME.

Le problème ne réside pas dans le niveau d'effort total effectué en direction de la R&D des entreprises. Comme le montre le tableau 11, la France est, à l'exception de l'Italie, le pays de l'OCDE pour lequel la part de la DIRDE (dépense intérieure de R&D du secteur des entreprises) financée par l'État est la plus élevée. Le même constat vaut pour les données plus récentes de 2004, la recherche exécutée dans les entreprises françaises étant financée à 77,5 % par les entreprises et à 11,7 % par l'État<sup>(12)</sup>.

Si l'on tient compte du crédit d'impôt recherche (428 millions d'euros en 2003), le financement public représente 13,2 % de la DIRDE en 2003. La contribution du crédit d'impôt recherche au financement des entreprises a augmenté dès 2004 (890 millions d'euros) suite à la montée en charge de sa réforme d'alors<sup>(13)</sup>. On peut donc estimer à 2,3 % l'impact supplémentaire du CIR sur le financement public de la DIRDE, ce qui le porte à près de 16 % en 2004, toutes choses égales d'ailleurs.

(12) Le complément (10,8 %) étant assuré par les flux financiers provenant de l'étranger et des organisations internationales.

(13) Suite à sa profonde réforme en 2008, son coût augmentera encore. L'effort est estimé à 1 390 millions d'euros pour 2008.

## 11. Dépenses intérieures de R&D en 2003

	DIRD			Dépense intérieure de R&D du secteur des entreprises			
	(% PIB)	financée par les entreprises (% PIB)	financée par l'Etat (hors CIR) (% PIB)	(% PIB)	% financé par les entreprises	% financé par l'Etat (hors CIR)	financé par l'Etat (% PIB)
Allemagne	2,52	1,67	0,79	1,76	91,5	6,1	0,11
Finlande	3,48	2,44	0,90	2,45	95,8	3,3	0,08
France	2,18	1,11	0,85	1,37	78,4	11,1	0,15
Italie	1,16 <sup>(*)</sup>	0,42 <sup>(**)</sup>	0,53 <sup>(**)</sup>	0,55	77,4 <sup>(*)</sup>	12,2 <sup>(*)</sup>	0,07
Royaume-Uni	1,88	0,83	0,59	1,24	63,1	10,9	0,14
Suède	3,98	2,59	0,93	2,95	85,9	5,9	0,17
Suisse <sup>(***)</sup>	2,57	1,77	0,60	1,90	91,4	2,3	0,04
UE-25	1,82	0,98	0,65	1,15	81,1	8,2	0,09
Japon	3,15	2,35	0,56	2,36	98,1	0,8	0,019
États-Unis	2,68	1,71	0,82	1,87	89,9	10,1	0,19

Notes : (\*) 2002 ; (\*\*) 1995 ; (\*\*\*) 2000.

Source : OCDE.

En cumulant subventions directes, commandes publiques et mesures fiscales, on constate que la France est, avec les États-Unis, le pays qui a soutenu le plus ses entreprises sur longue période. Ce financement regroupe essentiellement quatre types d'interventions :

- le financement du ministère de la Défense (1 680 millions d'euros en 2004) ;
- le financement des grands programmes technologiques civils : espace, aéronautique, nucléaire, le secteur de l'électronique, de l'informatique et des télécommunications (566 millions d'euros) ;
- les crédits incitatifs des ministères et de l'ANVAR (devenue OSÉO) (354 millions d'euros) ;
- les financements des collectivités territoriales et des institutions sans but lucratif (60 millions d'euros) ;
- les aides fiscales, essentiellement le crédit d'impôt recherche (CIR : 890 millions d'euros en 2004) et le statut de jeune entreprise innovante (JEI : 61 millions d'euros en 2004).

Important par son volume si on le compare à celui des autres pays, ce financement public de la recherche privée est relativement concentré, tant en secteurs d'activité qu'en tailles d'entreprises.

En ce qui concerne les secteurs d'activité, quatre branches (construction aéronautique et spatiale ; fabrication d'instruments médicaux, de précision,

d'optique ; fabrication d'équipements radio, télé et communication ; fabrication de machines et équipements) se partageaient ainsi en 2005 87 % du financement public total (hors crédit impôt recherche) alors qu'elles ne réalisaient que 35 % de la DIRDE. Cette concentration résulte bien entendu des divers modes d'intervention selon les secteurs industriels : les commandes publiques sont par exemple prépondérantes dans l'aéronautique et le spatial, tandis que le financement incitatif (de moindre volume) prédomine dans l'industrie pharmaceutique. Elle peut également témoigner d'une volonté des pouvoirs publics de corriger des imperfections de marché spécifiques non prises en compte par des dispositifs comme le crédit d'impôt recherche : structure de duopole mondial du marché de l'aéronautique, externalités positives particulières, difficultés de financement de certaines branches... Il n'en demeure pas moins que l'industrie automobile et l'industrie pharmaceutique, les deux branches les plus intensives en R&D, ne perçoivent que 1,9 % du financement public, et que les services informatiques n'en perçoivent que 2,1 % alors qu'ils représentent 4,7 % de l'effort privé de R&D<sup>(14)</sup>.

## 12. Répartition de la DIRDE et des financements publics (hors CIR) par principales branches utilisatrices de la recherche en 2005

	DIRDE		Financements publics	
	en millions d'euros	% du total	en millions d'euros	% du total
Industrie automobile	3 544	15,5	16	0,6
Industrie pharmaceutique	3 110	13,6	35	1,3
Fabrication d'équipements radio, télé et communication	2 901	12,7	366	14,0
Construction aéronautique et spatiale	2 631	11,5	1 109	42,5
Fabrication d'instr. médicaux, de précision, d'optique	1 357	5,9	415	15,9
Industrie chimique	1 325	5,8	59	2,3
Fabrication de machines et équipements	1 109	4,9	375	14,4
Services informatiques	1 074	4,7	54	2,1
Fabrication de machines et appareils électriques	857	3,8	6	0,2
Services de transport et de communication	767	3,4	7	0,3
Autres branches industrielles	3 884	17,0	141	5,4
Autres branches de services	244	1,1	32	1,2
<b>Total</b>	<b>22 802</b>	<b>100</b>	<b>2 613</b>	<b>100</b>

Sources : MEN, MESR, DEPP C2.

(14) Il est à noter que ces chiffres peuvent être corrigés en ôtant des financements publics les avances remboursables (235 millions d'euros en 2003) versées au secteur aéronautique (Airbus), dont une partie est *in fine* remboursée (55 % pour Airbus). Par ailleurs, le soutien public indirect à l'industrie pharmaceutique par le biais de la politique de remboursement des médicaments est difficilement quantifiable. Ces corrections, cependant, ne changeraient pas fondamentalement le constat d'une distorsion opérée par les aides publiques.

En ce qui concerne les tailles d'entreprises, le financement public (hors CIR) est très concentré sur les grands groupes. Avec 18 % des financements publics pour 33 % des dépenses de R&D, les entreprises de moins de 1 000 salariés bénéficient du taux d'aide publique le moins élevé. Les résultats sont de 3 et 8 % respectivement pour les entreprises de 500 à 1 000 salariés.

### 13. Concentration de la R&D du secteur privé selon la taille des entreprises en 2005 (financement public hors crédit d'impôt recherche)

En %

	Nombre d'entreprises	DIRDE	Financement public de la DIRDE
Moins de 500 salariés	84	25	15
De 500 à moins de 1 000 salariés	7	8	3
De 1 000 à moins de 2 000 salariés	5	12	10
De 2 000 à moins de 5 000 salariés	3	19	39
Égal ou supérieur à 5 000 salariés	1	36	33
Total entreprises	100	100	100

Source : MESR, DEPP C2.

Si l'on prend en compte le critère d'appartenance à un groupe, dont la partie précédente nous a montré qu'il était déterminant pour l'analyse de la dynamique des PME, la répartition des taux d'aide fait preuve d'une certaine stabilité, et reste défavorable aux entreprises moyennes et petites. Le tableau 14 met également en évidence le phénomène d'intégration rapide des PME dans le giron des grands groupes décrit précédemment.

Ainsi, le financement public de la R&D se concentre sur les grands groupes de quelques secteurs, dont une partie importante est liée au ministère de la défense. Cette situation soulève deux questions.

D'une part, le rôle des PME dans l'innovation et le renouvellement du tissu productif mériteraient d'envisager un redéploiement des aides à la recherche vers ces dernières. En particulier, les entreprises moyennes et grandes (de 50 à 500 salariés) sont faiblement aidées bien qu'elles accusent un déficit de R&D important par rapport à leurs consœurs américaines.

La création de l'Agence de l'innovation industrielle (AII) en 2005 a renforcé ce déséquilibre. En effet, sur les sept premiers programmes mobilisateurs d'innovation industrielle, 116 millions d'euros, soit 50 % du total des subventions, ont bénéficié aux entreprises dont le chiffre d'affaires est supérieur à 300 millions d'euros, et la proportion s'élève à 62 % si l'on inclut les avances remboursables<sup>(15)</sup>.

(15) Les entreprises intermédiaires (50 millions d'euros < CA < 300 millions d'euros) ont reçu 16 % des subventions, les PME 11 % et les laboratoires publics 23 %. En incluant les avances remboursables, les proportions de l'aide totale sont respectivement de 17, 8 et 13 %. L'aide totale inclut le crédit d'impôt recherche, qui représente en 2004 511 millions d'euros pour les groupes intégrés fiscalement et 260 millions d'euros pour les entreprises de plus de 2 000 salariés. Certains grands groupes considèrent pourtant qu'en raison de son plafonnement, le CIR n'exerce pas d'effet incitatif majeur sur leur volume de recherche.

#### 14. Répartition du financement public par taille d'entreprise et en fonction de l'appartenance à un groupe (1995-2004)

	Dépenses de recherche (en millions d'euros)			Financement public (en millions d'euros)			Taux d'aide moyen estimé (en %)		
	1995	2000	2004	1995	2000	2004	1995	2000	2004
Grandes entreprises (plus de 2 000 sal.)	9 770	11 380	11 977	1 800	1 814	1 796	18,4	16	15
• filiales groupes	9 380	11 380	11 977	1 800	1 814	1 796	19,1	16	15
• autres	390	nd(*)	nd(*)	30	nd(*)	nd(*)	0,6	nd(*)	nd(*)
Entreprises moyennes (de 250 à 2 000 sal.)	4 950	5 378	6 594	381	197	453	7,7	4	7
• filiales groupes	3 700	5 148	6 415	304	174	415	8,4	3	6
• autres	850	229	179	77	23	38	5,5	10	21
Petites entreprises (moins de 250 sal.)	1 918	2 591	3 640	167	191	341	8,8	7	9
• filiales groupes	685	1 532	2 665	76	61	188	10,1	4	7
• autres	1 233	1 059	974	91	130	154	8,1	12	16

Note : (\*) Données non disponibles pour cause de secret statistique.

Source : Rapport IGF/IGAENR sur la valorisation de la recherche, 2007.

L'AII a été récemment absorbée par OSÉO, refocalisée sur les PME, avec un transfert de budget de 460 millions d'euros (300 millions d'euros pour la nouvelle entité « innovation stratégique industrielle » et un supplément de 160 millions d'euros pour OSÉO Innovation). Entreprise simultanément à l'absorption de l'AII, la réforme du Crédit d'impôt recherche (CIR), effective dans la loi de finances 2008, accroît l'effort de soutien aux entreprises, mais profite davantage aux grandes qu'aux petites et moyennes entreprises. Le tableau 15 rend compte des effets de la réforme du CIR en fonction de la taille des entreprises, et en utilisant comme référence les dépenses en R&D déclarées en 2005. À terme, la suppression du plafonnement des dépenses de recherche et le remplacement d'un calcul fondé sur l'accroissement annuel des dépenses de recherche<sup>(16)</sup> devraient multiplier par 3 le coût pour l'État et concentrer 80 % du CIR sur les entreprises de plus de 250 salariés, notamment les grands groupes. L'exclusion des prêts remboursables (OSÉO) de l'assiette du CIR risque de plus de pénaliser de nombreuses PME.

### 15. Répartition du crédit d'impôt recherche selon son mode de calcul, à niveau constant de dépenses de R&D déclarés (niveau de 2005)

Taille de l'entreprise (nombre de salariés)	< 250	250- 1 000	2000- 10 000	> 10 000	Non précisé	Total
CIR avant réforme						
• montant (en millions d'euros)	395	322	280	475	29	1 500
• répartition (en %)	26	21	19	32	2	100
CIR après réforme						
• montant (en millions d'euros)	622	672	621	829	51	2 795
• répartition (en %)	22	24	22	30	2	100
Surcoût						
• montant (en millions d'euros)	+ 227	+ 350	+ 341	+ 355	+ 22	+ 1 295
• répartition (en %)	18	27	26	27	2	100

Source : MESR, DGTPE.

Au niveau global, l'impact financier est donc loin d'être négligeable pour le budget de l'État, mais avec un effet de levier sur la dépense de recherche privée probablement faible. De nombreux spécialistes de l'innovation considèrent que les grands groupes n'ont pas besoin d'aides à la recherche de l'État dans les domaines concurrentiels et que les aides d'État devraient être exclusivement concentrées sur les jeunes entreprises innovantes. C'est pourquoi il est légitime de s'interroger sur l'efficacité de ces

(16) Système 2006 : 10 % de l'assiette des dépenses de R&D plafonnées à 16 millions d'euros, dont les avances remboursables, + 40 % de l'accroissement annuel ; système 2007 : 30 % des dépenses de R&D annuelles plafonnées à 100 millions d'euros (50 % pour une entreprise de 1 an, 40 % pour une entreprise de 2 ans) et 5 % des dépenses au-delà de 100 millions d'euros, avec exclusion des avances remboursables.

soutiens financiers supplémentaires décidés en faveur des grands groupes et d'exiger une réévaluation continue des dispositifs sur des indicateurs fiables.

D'autre part, vu l'ampleur de l'effort public réalisé en France par comparaison avec les autres pays industrialisés, il conviendrait de s'interroger sur le ciblage, l'effet de levier et l'efficacité de ces aides. En effet, les performances relatives du système français d'innovation vont déclinant, quel que soit l'étalon pris pour les mesurer (niveau de R&D privée, part mondiale des dépôts de brevets, part européenne des dépôts de brevets). Il serait utile de mieux définir les cibles ultimes des aides (définition claire des entreprises cibles et suivi), les incitations prévues étant souvent détournées de leur objectif initial.

En l'absence d'une telle évaluation d'ensemble, on ne peut que se référer aux études générales concernant l'efficacité des aides à la recherche. Celle de Guellec et Van Pottelsberghe (2000) livre plusieurs conclusions intéressantes pour le cas français :

- le financement direct et les incitations fiscales sont substituables. Une intensité plus élevée de l'un réduit l'effet de l'autre sur la R&D privée. Ceci est problématique dans la mesure où le gouvernement a choisi de renforcer tant les aides directes, avec l'AII, que les aides fiscales, avec le doublement en cours du crédit d'impôt recherche ;

- le financement direct et les incitations fiscales sont plus efficaces lorsqu'ils sont stables dans le temps, car les entreprises et les investisseurs français et étrangers sont sensibles à la permanence des programmes de soutien. Au regard de ce critère, on ne peut que déplorer de la refonte permanente des systèmes d'aides à la R&D (réformes nombreuses du crédit d'impôt recherche, recomposition permanente du système d'aides directes avec l'AII, les RRIT, le FCE, les CRITT, les pôles de compétitivité, etc.) ;

- l'effet stimulant du financement public varie selon l'intensité de l'aide. L'élasticité de la R&D privée par rapport au financement public augmente jusqu'à un seuil maximum de 13 % de taux d'aide publique, puis décroît. Il est à noter qu'en 1996, la France dépassait déjà ce seuil puisque la part de la DIRD financée par l'État s'élevait à 13,1 % hors crédit impôt recherche. La question n'est donc pas tant d'augmenter les aides que de redéployer celles qui existent.

Par ailleurs, dans le système actuellement en vigueur en France, la cible de l'entreprise aidée est souvent floue (typologie d'entreprise, définition de l'innovation). Un dispositif fiscal ou un engagement des acteurs peut donc être dévoyé au cours du temps, comme par exemple l'exonération de plus-values pour les souscripteurs des Fonds communs de placement à risque (FCPR) qui a profité beaucoup plus aux LBO (*Leveraged Buy-Out*) qu'au capital-risque, ou encore l'engagement de 2004 des assureurs qui a peu profité au capital-risque (*cf.* plus bas). Le résultat semble meilleur pour les Fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI), qui imposent un ratio minimum dans les entreprises innovantes labellisées par OSÉO.

Les seuils et les effets d'aubaines concentrent souvent les aides aux PME sur les petites PME, alors qu'un des objectifs vise à voir se développer rapidement de grosses entreprises de rang international à partir de jeunes entreprises innovantes. Dans ce contexte, il pourrait être intéressant de travailler, avec les partenaires de la France, à une définition européenne de la jeune entreprise innovante, inspirée du dispositif français, avec un critère d'âge (entreprise indépendante de moins de quinze ans) et un critère de R&D (au moins 15 ou 20 % des dépenses totales en R&D), mais sans limite de taille, afin de soutenir dans la durée les PME qui réussissent et de mieux assurer la synergie des dispositifs nationaux et européens (incitations fiscales, fonds de financement de la recherche, fonds européens d'investissement, France Investissement, etc.).

---

### **Proposition 3**

*Redéployer les aides existantes à la R&D des entreprises de façon à davantage aider les PME, en particulier les jeunes entreprises innovantes des secteurs technologiques jugés stratégiques. Proposer une définition européenne de jeune entreprise innovante échappant au plafond de minimis des aides d'État.*

*Engager une évaluation continue et globale de l'efficacité économique de l'important effort public consacré à la R&D privée.*

---

## **2.3. Les marchés financiers : pas encore la taille critique**

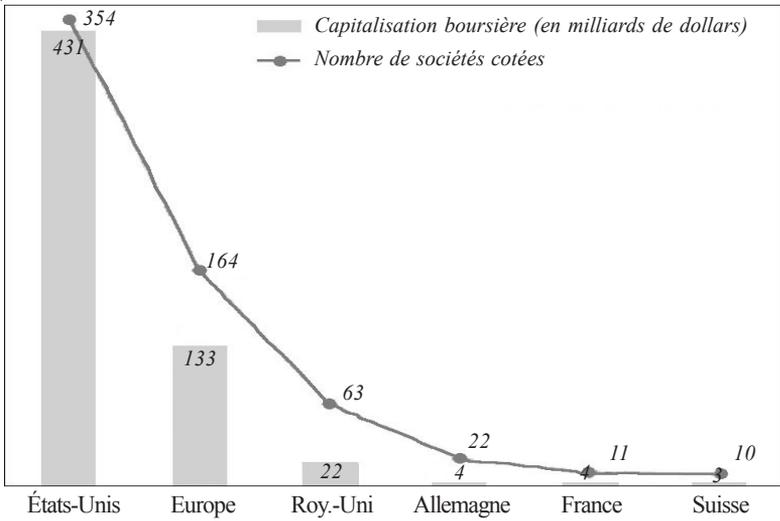
En phase de croissance, les PME peuvent avoir recours aux marchés financiers pour trouver les ressources nécessaires à leur développement.

Or, il semble que ces derniers soient loin de jouer en France le même rôle d'apporteur de capitaux pour les PME que celui qu'ils jouent aux États-Unis ou au Royaume-Uni.

L'exemple de l'industrie des biotechnologies est à cet égard frappant. Ce secteur est identifié par de nombreux économistes comme à l'origine d'un nouveau régime de croissance, qui prendrait la suite du régime de croissance des années quatre-vingt-dix fondé sur les technologies de l'information et de la communication (voir, par exemple, Boyer, 2002 : « La croissance, début de siècle. De l'octet au gène »).

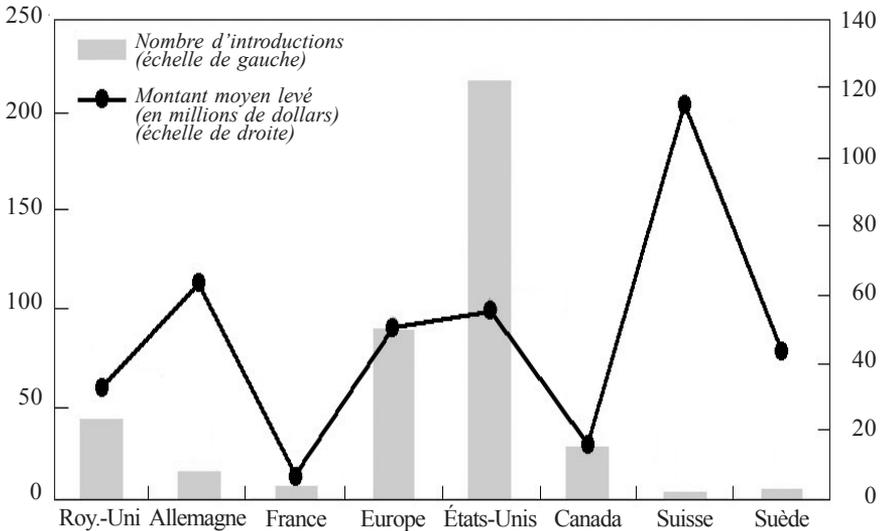
Selon le « panorama » publié par l'association France Biotech en 2007, si l'Europe compte aujourd'hui autant de sociétés de biotechnologie que les États-Unis, celles-ci sont plus petites, moins bien capitalisées, à plus

## 5. Capitalisation boursière des entreprises de biotechnologie en 2007



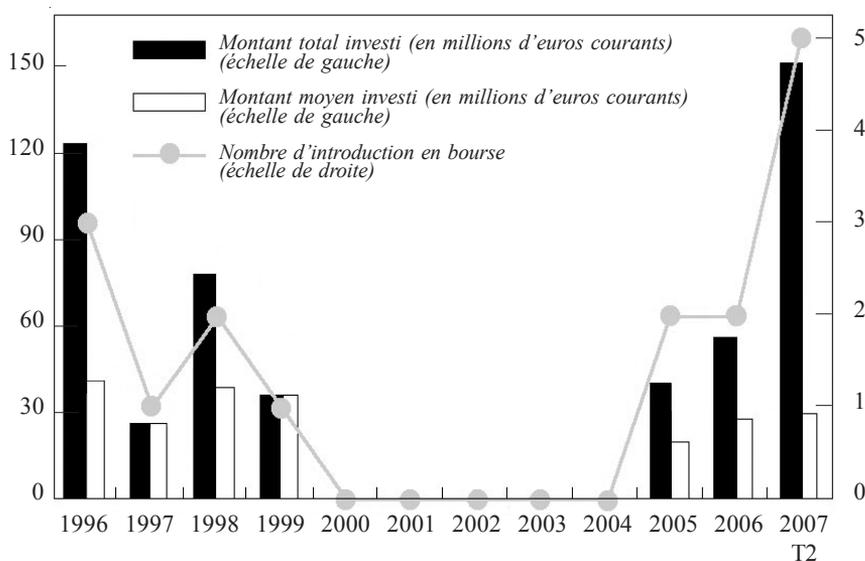
Source : Panorama des biotechnologies en France, France Biotech, septembre 2007.

## 6. Nombre d'introductions en bourse (IPO) d'entreprises de biotechnologies et montants moyens levés entre 1996 et 2004



Source : Panorama des biotechnologies en France, France Biotech, septembre 2007.

## 7. Introductions en bourse d'entreprises de biotechnologie en France de 1996 à 2007



Source : Panorama des biotechnologies en France, France Biotech, février 2006.

faible croissance et elles investissent moins en recherche et développement. Pour un nombre équivalent d'entreprises en sciences de la vie en Europe et aux États-Unis, ces derniers ont deux fois plus de sociétés cotées en bourse, dont la capitalisation boursière est trois à quatre fois supérieure (en juin 2007) à celle de leurs homologues européennes.

En Europe, le Royaume-Uni arrive de loin premier (plus du tiers des entreprises cotées et 16 % de la capitalisation), reflet du dynamisme du *London Stock Exchange*, du marché AIM et du soutien ancien et indéfectible des pouvoirs publics à l'industrie nationale. L'Allemagne occupe la deuxième position devant la France, en nombre d'entreprises cotées. Là encore, le soutien public massif tant du gouvernement fédéral que des Länder à ce secteur a eu des effets tangibles. En France, bien que les années 2006-2007 marquent une embellie remarquable après six ans de marasme boursier, les introductions en bourse et les offres secondaires sont peu fréquentes et les montants levés faibles.

L'une des explications de cet écart pourrait être l'absence d'un marché boursier européen intégré, profond et ouvert aux nouvelles valeurs technologiques, comme l'est le Nasdaq aux États-Unis et l'existence de gros fonds technologiques spécialisés. La chaîne de financement est en effet très diffé-

rente de part et d'autre de l'Atlantique pour les biotechnologies. Aux États-Unis, l'industrie du capital-risque supporte en 2006 16 % du total des montants investis dans le secteur, les entreprises obtenant le reste de leur financement (84 %) sur le marché boursier, essentiellement le Nasdaq, avec de gros fonds d'investissement très compétents qui investissent dans la durée. En Europe, les fonds levés sur les marchés boursiers ne représentent que 68 % du total, le capital-risque apportant les 32 % restants, et ce sont souvent des fonds généralistes opportunistes qui investissent sur le marché boursier.

L'émiettement des marchés boursiers européens et l'absence, sauf au Royaume Uni, de gros fonds de pension ayant des équipes spécialisées ne joue pas en faveur du développement du financement des PME technologiques par les marchés de capitaux. Ceci est d'autant plus important que les opportunités de financement en aval sur les marchés conditionnent très largement le comportement des investisseurs et des entrepreneurs en amont, aux stades du capital-risque et du capital-développement.

Ce fait est solidement établi par la littérature académique : le développement des marchés financiers est non seulement une conséquence de la croissance mais en est aussi une cause. Sans un marché dynamique de valeurs en aval, les investisseurs risquent de ne pas trouver beaucoup d'entrepreneurs à la recherche de financements (Levine, 2004).

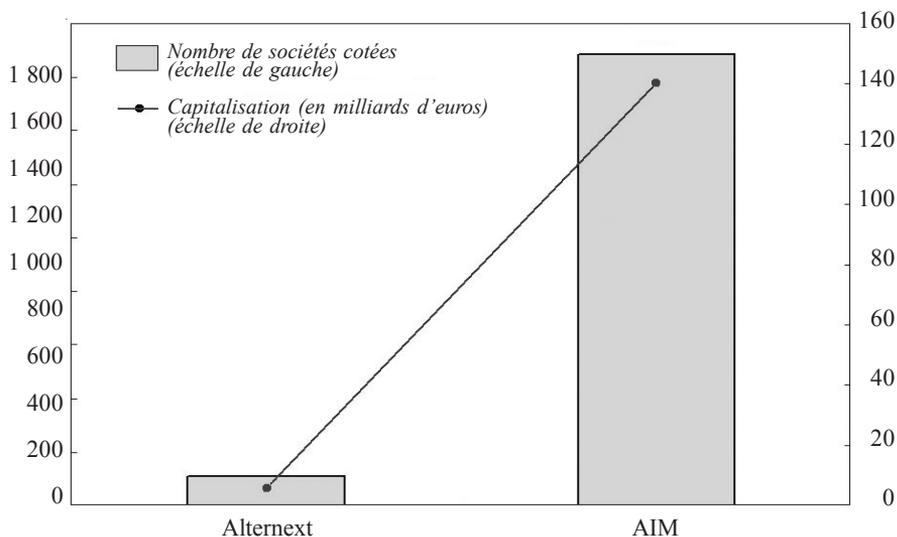
Les initiatives nationales, en France, pour faire émerger un marché de valeurs spécifique aux PME, sont à souligner, mais on est encore loin de la taille critique qui permettrait d'aligner les pratiques de financement sur celles observées au Royaume-Uni (sans même parler des États-Unis).

Le marché Alternext, qui a ouvert le 17 mai 2005, vise précisément à offrir la possibilité aux PME d'accéder à la cotation de manière simplifiée. Les contraintes pour l'introduction en bourse sur ce marché sont simplifiées (historique de compte de deux ans seulement, référentiel comptable au choix). La cotation peut se faire après un placement au public de 2,5 millions d'euros ou après un simple placement privé auprès d'institutionnels de 5 millions d'euros. Alternext a succédé au Nouveau Marché, qui avait été créé en 1996.

Plus de deux ans après sa création, Alternext peut tirer un bilan positif de son activité. Ouvert d'abord à Paris, puis à Bruxelles et Amsterdam, il compte aujourd'hui 110 sociétés cotées pour une capitalisation boursière de plus de 5 milliards d'euros. Il a également réussi à attirer des entreprises de secteurs divers : l'industrie (26 %) et les technologies (16 %) prédominent, mais les entreprises de services (23 %) et financières (7 %) occupent également une place importante.

Par rapport à l'AIM (*Alternative Investment Market*) de Londres, cependant, qui a servi de modèle à Alternext, le fossé est encore grand en termes de niveau d'activité et de liquidité.

## 8. Comparaison Alternext et AIM en novembre 2007



Sources : Alternext et AIM.

Créé en 1995, l'AIM a connu un véritable décollage dans les années 2000, en particulier depuis 2005, alors même qu'il s'agit d'un marché en livres. L'introduction de sociétés étrangères a été l'un des moteurs de la croissance de l'AIM. Leur nombre est passé de 50 en décembre 2002 à 306 en décembre 2006. Le rayonnement de l'AIM se fait largement aujourd'hui auprès des partenaires traditionnels de l'Angleterre (Irlande, Australie, Afrique du Sud) et de l'Amérique du Nord. Par contraste, les responsables d'Alternext estiment pour leur part que l'internationalisation de leur marché est l'un des principaux défis à relever.

En termes de liquidité, AIM est parvenu à constituer une base significative de sociétés de taille moyenne. Ainsi, le nombre de sociétés ayant une capitalisation comprise entre 25 et 100 millions de livres sterling (35 millions d'euros/145 millions d'euros) est deux fois plus important que sur Euronext. Alternext étant un marché récent, il est difficile de le comparer à Euronext et AIM sur ce critère. Toutefois, on constate que la taille moyenne des introductions réalisées sur Alternext depuis sa création est plus de trois fois inférieure à celle des opérations réalisées sur l'AIM sur la même période, un écart qui a eu tendance à s'accroître depuis le début de 2007.

## 16. Distribution des sociétés par capitalisation : AIM, Euronext et Alternext

Capitalisation (en millions de livres sterling)	AIM		Euronext		Alternext	
	Nombre de sociétés	%	Nombre de sociétés	%	Nombre de sociétés	%
Plus de 1 000	6	0,4	279	24	0	0
500-1 000	15	0,9	97	8	0	0
250-500	40	2,5	105	9	0	0
100-250	167	10,5	172	15	3	4
50-100	220	13,8	129	11	9	12
25-50	248	15,5	121	11	25	34
10-25	393	24,6	121	11	29	39
5-10	216	13,5	60	5	8	11
2-5	169	10,6	46	4	0	0
0-2	123	7,7	13	1	0	0
Total	1 597	—	1 143	—	74	—

Sources : AIM, Alternext et Euronext, décembre 2006.

Pour développer le financement des PME sur les marchés de capitaux, et ainsi dynamiser l'ensemble de la chaîne de financement (création, développement), la cible doit être de constituer des marchés larges, profonds et liquides pour ce type de valeurs et de drainer l'épargne des Français vers le capital-risque et le marché coté des valeurs technologiques. L'émiettement des marchés en Europe, on l'a vu, ne favorise pas ce mouvement. Aussi est-il nécessaire de lancer une réflexion sur la constitution d'un marché de valeurs de croissance au niveau européen et sur les mesures incitatives pour assurer une chaîne de financement continue, du capital-risque au marché boursier.

L'idée n'est certes pas nouvelle. Les « Nouveaux Marchés » créés en Europe dans les années quatre-vingt-dix (France, Allemagne, Italie, Espagne, Irlande, Pays-Bas, Belgique) s'étaient coordonnés au sein d'un GIE, EuroNM. Mais EuroNM avait davantage pour vocation de mutualiser les moyens de marketing que d'intégrer les marchés entre eux.

Elle mérite d'être examinée à nouveau.

---

#### **Proposition 4**

*Simplifier l'accès à Alternext en allégeant les formalités. Dispenser de visa les offres inférieures à 50 millions d'euros où la part de retail est inférieure à 20 %, sous réserve que le prospectus soit endossé par un établissement bancaire de premier renom.*

*Aider Alternext dans ses démarches auprès des investisseurs étrangers, par le biais des chambres de commerce, des pôles de compétitivité, du réseau des missions économiques ou d'Ubifrance.*

*Lancer une réflexion en Europe dans le but de constituer un marché de valeurs de croissance au niveau européen, en particulier dans la zone euro, spécifiquement destiné aux PME.*

*Drainer davantage l'épargne vers Alternext en renforçant les incitations fiscales existantes. Le statut de jeune entreprise innovante pourrait en particulier être rendu plus favorable (droits de succession, ISF, impôt sur le revenu, etc.).*

---

#### **2.4. L'allocation de l'épargne vers les PME : des incitations qui pourraient être plus efficaces**

L'une des causes du faible développement du financement des PME en fonds propres, que ce soit au stade du capital-risque ou du développement, sous forme de financement privé ou par le biais des marchés de capitaux, peut être cherchée également du côté des épargnants.

La structure de l'épargne des ménages, on le sait, dépend des systèmes sociaux nationaux, surtout des systèmes de retraites, les pays ayant mis en place des régimes par capitalisation orientant naturellement l'épargne des ménages vers les actions. L'existence des fonds de pensions outre-Atlantique est pour beaucoup dans le fait que les ménages américains possèdent, à la fin des années quatre-vingt-dix, l'équivalent de 220 % de leur revenu en actions (détention directe ou indirecte, via des fonds de gestion collective). Au même moment, ce chiffre s'élevait à 70 % pour les ménages français (Landier et Thesmar, 2007). La France part donc avec une sorte de handicap pour l'investissement en fonds propres en général et dans les PME en particulier.

Néanmoins, si notre pays ne connaît pas les fonds de pension au sens strict, il a développé un important marché d'assurance-vie (deuxième en Europe après le Royaume-Uni et loin devant l'Allemagne), qui est l'un des principaux vecteurs de l'épargne des Français. Leurs droits à la retraite étant essentiellement gérés au sein du système public par répartition, et les charges pesant sur leurs salaires étant élevées (retraite, chômage, maladie),

l'assurance-vie est rapidement apparue comme un placement ayant l'attrait de la souplesse, tant du côté des versements que de celui de la disposition des actifs (rachats à tout moment, partiels ou totaux, sortie en rente ou en capital, etc.). L'assurance-vie figure ainsi dans le patrimoine de 59 % des ménages, devançant la résidence principale (56 %), l'épargne logement (41 %), les valeurs mobilières (24 %) ou l'épargne salariale (17 %) (Darmon et Pagenelle, 2005).

L'assurance-vie représente fin 2007 en France un encours de 1 150 milliards d'euros, et un flux annuel de cotisations de 140 milliards d'euros. Ce placement fait l'objet d'allègements fiscaux très incitatifs (impôt sur le revenu, ISF, droits de succession), engendrant une dépense fiscale (un manque à gagner pour les finances de l'État) que les lois de finances estiment chaque année entre 2,8 et 3,6 milliards d'euros.

Pour une telle dépense fiscale, qui correspond au niveau de l'effort public consacré à aider cette catégorie d'épargne, des incitations plus fortes pourraient être envisagées de sorte que cette épargne soit davantage investie dans les PME, notamment innovantes.

Tel était le sens de l'initiative prise par le ministre de l'économie en septembre 2004, qui avait engagé un dialogue avec les professionnels de l'assurance en vue d'augmenter la proportion d'actifs d'assurance-vie investis dans des titres non cotés. Ce dialogue avait débouché sur de nouvelles incitations fiscales<sup>(17)</sup>, ainsi que sur un engagement de la Fédération française des sociétés d'assurance à « renforcer substantiellement les investissements de la profession en actions de PME à fort potentiel de croissance, notamment les PME innovantes, non cotées ou cotées sur un marché non réglementé ». « Dans cette perspective, toutes choses égales par ailleurs, les membres de la Fédération ont l'intention de porter la part des capitaux levés à cet effet dans l'ensemble de leurs actifs de 1,4 % en 2003 à 2,0 % en 2007 ». Cet engagement était chiffré sur la période à « 6 milliards d'euros supplémentaires dans ce type d'entreprises »<sup>(18)</sup>.

Or, trois ans plus tard, il apparaît selon certains interlocuteurs que les résultats n'ont pas été à la hauteur des espérances. Les investisseurs en capital-risque consultés finançant les PME innovantes n'ont pas constaté en France une augmentation de l'implication des assureurs. Les jeunes entreprises innovantes et le capital-risque auraient relativement peu bénéficié de ces investissements, malgré la formule « notamment les PME innovantes » de la lettre de la Fédération française des sociétés d'assurance.

Dès lors, pour que l'épargne des Français puisse être orientée davantage vers l'investissement dans les PME, en particulier innovantes, il pourrait

(17) Les contrats d'assurance-vie dits « NSK », prenant la suite des contrats « DSK », qui comprennent 30 % au moins d'actions dont 10 % de placements à risque, d'une durée supérieure ou égale à 8 ans et souscrits à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2005, sont exonérés d'impôt sur le revenu.

(18) Lettre du 7 septembre 2004 du président de la Fédération française des sociétés d'assurances au ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie.

être envisagé de mettre en place des règles nouvelles de suivi et une concertation approfondie avec les professionnels de l'assurance et du capital-risque pour mieux définir la typologie des PME visées et les outils d'intermédiation nécessaires (fonds de fonds dédiés au capital-risque dans les PME innovantes notamment).

---

### **Proposition 5**

*Orienter une partie plus importante des actifs gérés par les sociétés d'assurance vers l'investissement dans les PME, notamment innovantes, en sollicitant un nouvel engagement des professionnels de l'assurance, assorti d'un comité de suivi permettant de suivre plus finement la réalisation de celui-ci.*

---

En dehors du cas spécifique de l'assurance, de nombreuses incitations fiscales existent pour le placement de l'épargne dans les PME, notamment les PME risquées.

Depuis plus de vingt ans, l'État français a voulu favoriser l'émergence de fonds spécialisés dans le financement des entreprises à fort potentiel de croissance. Dès les années quatre-vingt ont été mis en place les sociétés de capital-risque (SCR) et les fonds communs de placement à risque (FCPR). Cet effort a été intensifié avec la création des fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI) en 1997 puis des fonds d'investissement de proximité (FIP) en 2003. Gérés par des sociétés de gestion agréées par l'Autorité des marchés financiers (AMF), ces fonds ouvrent droit à des incitations fiscales d'ordre divers (impôt sur les sociétés, impôt sur le revenu au titre des plus-values, dividendes et autres revenus distribués, impôt de solidarité sur la fortune depuis 2007).

En parallèle, l'investissement direct a été favorisé avec la mise en place du dispositif dit « Madelin », qui permet de déduire de l'impôt sur le revenu les investissements directs dans les PME non cotées (ou cotées sur Alternext).

En outre, dernièrement, la loi en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat d'août 2007, comme vu plus haut, permet d'imputer sur l'ISF dû une partie des sommes investies dans les PME.

Cet ensemble de dispositifs, ayant tous le même objectif, celui de favoriser l'investissement en fonds propres dans les entreprises, notamment les PME innovantes, appelle trois séries de remarques :

- on peut s'interroger sur la pertinence de cet empilement de dispositifs, qui résulte bien davantage de l'histoire, et de la volonté des législateurs successifs de soutenir l'investissement dans les entreprises innovantes,

que d'une approche cohérente. Il est rare qu'à l'occasion d'un projet de loi de finances, l'un de ces dispositifs ne soit pas retouché, ou étendu, alors même qu'il n'a fait l'objet d'aucune évaluation. Il conviendrait de mener une évaluation de ces outils d'aide à l'investissement dans le but de simplifier le paysage et de ne retenir que les véhicules qui se seront avérés être les plus efficaces ;

- malgré la diversité des dispositifs, il n'est pas évident que les allègements fiscaux soient réellement incitatifs, si on les compare à d'autres dispositifs de défiscalisation. En effet, ce qui importe à un épargnant dans la gestion de son portefeuille, c'est l'aide fiscale relative que celui-ci peut obtenir pour un investissement par rapport à un autre. Or, de nombreuses autres aides existent, parfois très avantageuses, au point où on peut s'interroger si le système fiscal ne favorise pas davantage l'épargne faiblement risquée, placée dans des produits souvent à taux fixe, que l'investissement productif dans les PME. L'investissement immobilier, notamment, est particulièrement riche en systèmes de défiscalisation (aides Robien, Borloo, dispositif Girardin d'investissement en outre-mer qui permet une réduction de 40 ou 50 % d'impôt sur le revenu sans limite de plafond). L'investissement mobilier, par exemple dans les navires de pêche ou les groupements forestiers, fait l'objet de déductions d'impôt de même taux (25 %) que les dispositifs Madelin, FCPI, FCPR ou FIP ;

- les plafonds des déductions fiscales permises par ces dispositifs apparaissent particulièrement bas si on les compare à ceux des dispositifs analogues à l'étranger (cf. tableau 17).

## 17. Comparaison internationale des aides fiscales à l'investissement dans les PME

	Investissement direct			Véhicule d'investissement		
	« Madelin » (France)	<i>Enterprise Investment Scheme</i> (Royaume-Uni)	Suisse	FCPI (France)	FIP (France)	<i>Venture Capital Trust</i> (Royaume-Uni)
Réduction d'IR	25 %	20 %	50 %	25 %	25 %	40 %
Plafond	20 K€	200 K£	500 KCHF	12 K€	12 K€	200 K£

Source : Auteurs.

Or, il est probable que les épargnants susceptibles d'investir dans les entreprises de croissance, directement ou par l'intermédiaire de fonds, sont plus nombreux parmi les hauts revenus que parmi les revenus modestes ou

moyens. Un contribuable disposant de hauts revenus risque de ne pas prendre la peine d'investir dans un véhicule de type FCPI si le montant du bénéfice fiscal est plafonné à 25 % d'un investissement de 12 000 euros.

Dans ces conditions, les aides fiscales à l'investissement pourraient être revues de façon à aligner les plafonds de déductibilité sur les dispositifs européens les plus incitatifs et à centrer l'incitation sur la typologie de PME prioritaires.

---

### **Proposition 6**

*Revoir les dispositifs d'aides fiscales à l'investissement en fonds propres dans les entreprises de croissance :*

- *en conduisant au préalable une évaluation des dispositifs existants et en supprimant les dispositifs inefficaces ;*
  - *en étudiant les incitations fiscales de ces dispositifs par comparaison aux aides à l'investissement moins risqué (immobilier, outre-mer, forêt, etc.) ;*
  - *en élevant les plafonds de réduction de l'impôt sur le revenu ou de l'ISF.*
- 

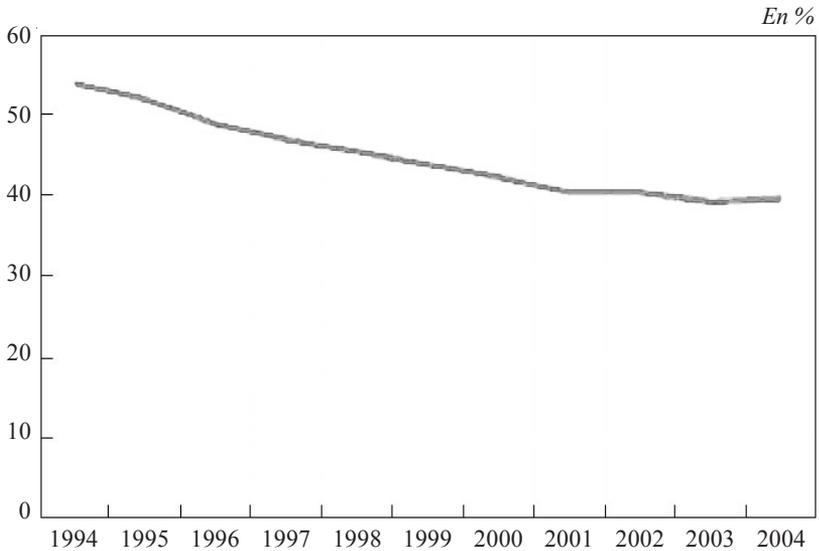
## **3. Lever les obstacles au financement par l'endettement**

### **3.1. Les banques, partenaires privilégiés des PME**

Le crédit est l'une des voies privilégiées du financement des PME. Ces dernières ne peuvent, en effet, recourir aux marchés de capitaux aussi facilement que les grandes entreprises pour obtenir des ressources tant en dette qu'en fonds propres.

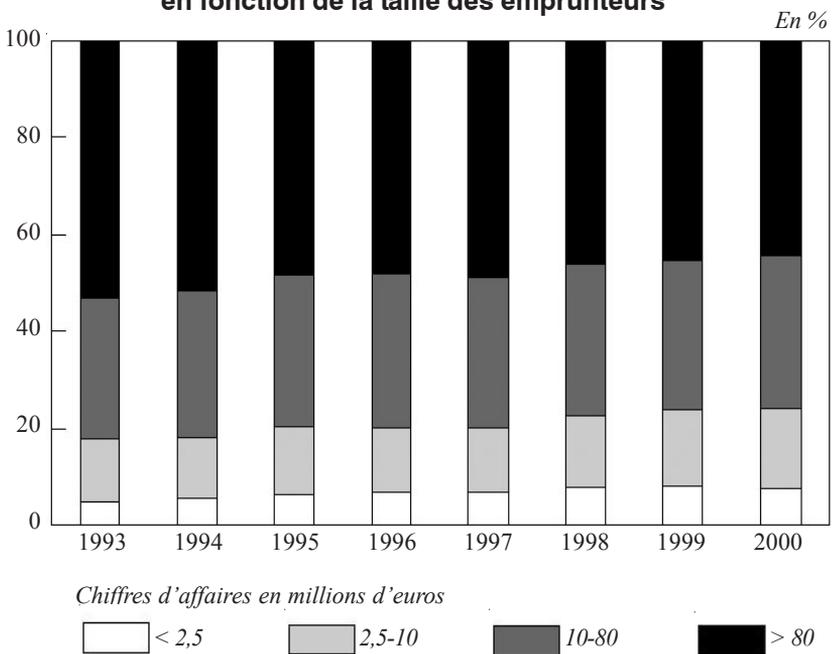
Dans un contexte où l'intermédiation bancaire est sur une tendance baissière sur le long terme, les crédits accordés aux PME ne manifestent aucun signe de déclin. Bien au contraire, sur la période 1993-2000, la part des crédits et notamment aux PME françaises de grande et de moyenne dimension (celles dont le chiffre d'affaires est compris entre 2,5 et 80 millions d'euros) est en forte hausse (Dietsch et Golitin, 2002). Dans le même temps, la part des crédits aux grandes entreprises régresse régulièrement, ce qui est le signe d'une substitution, pour ces dernières, des financements de marché au crédit bancaire.

### 9. Taux d'intermédiation bancaire des sociétés non financières en France



Source : Boutiller et Bricongne, 2006.

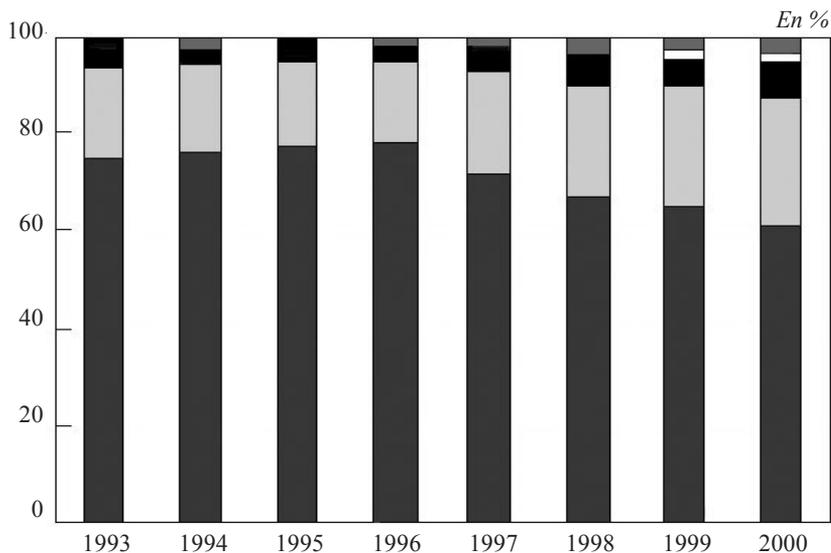
### 10. Répartition du crédit aux entreprises en fonction de la taille des emprunteurs



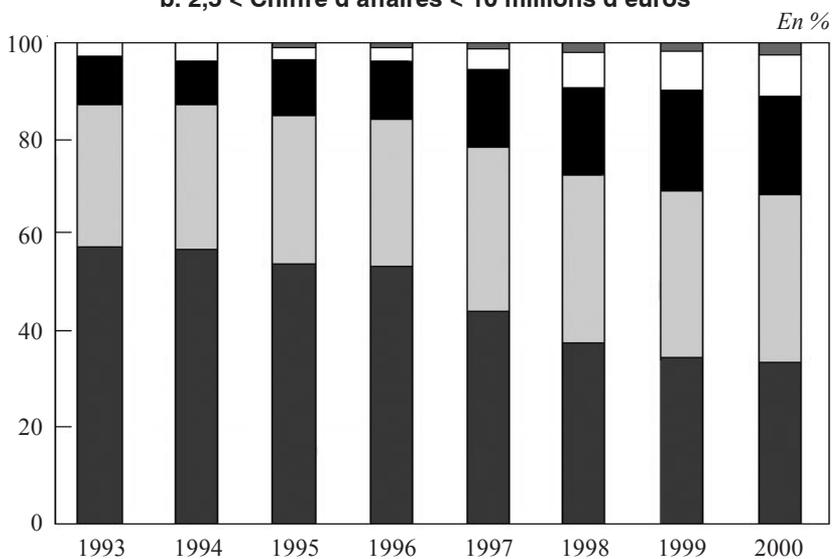
Source : Dietsch et Golitin, 2002.

## 11. Multibancarité des entreprises françaises en fonction de leur taille

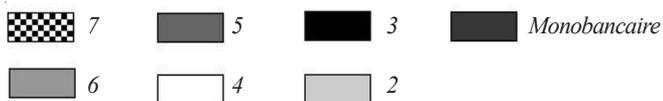
### a. Chiffre d'affaires < 2,5 millions d'euros



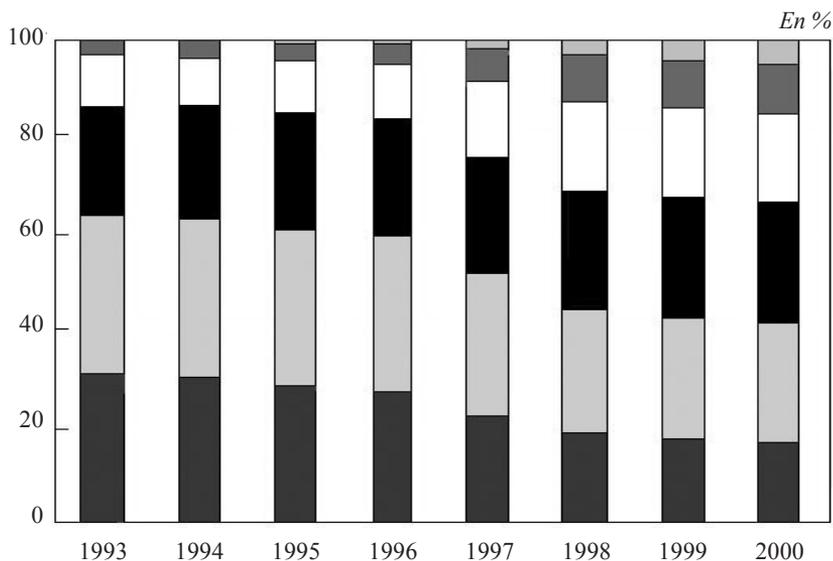
### b. 2,5 < Chiffre d'affaires < 10 millions d'euros



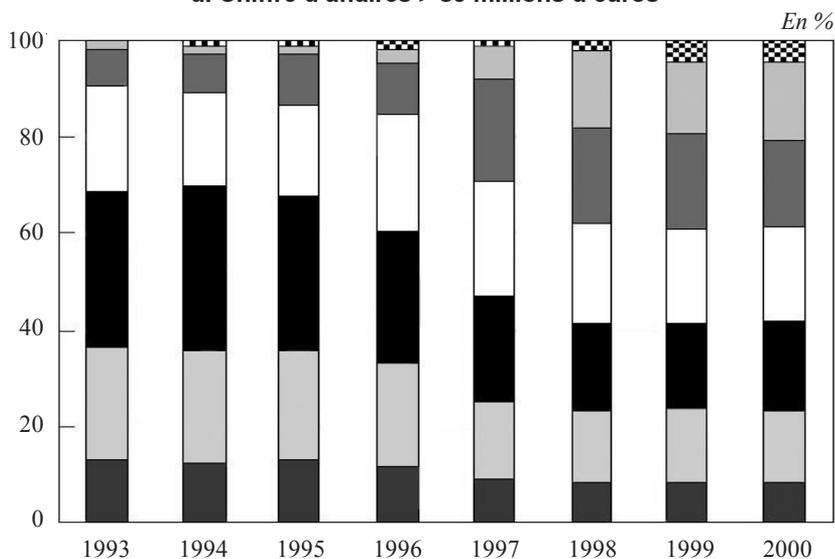
Nombre de groupes bancaires



**c. 10 < Chiffre d'affaires < 80 millions d'euros**



**d. Chiffre d'affaires > 80 millions d'euros**



Source : Dietsch et Golitin, 2002.

En établissant des relations à long terme avec leurs clients, les banques sont bien placées pour connaître leurs besoins et apprécier le risque de leurs différents projets (Jensen et Meckling, 1976 et Diamond, 1984).

Cette relation privilégiée se traduit dans le cas des PME et TPE par des relations d'une durée particulièrement longue avec, le plus souvent, un partenaire bancaire unique. Environ 60 % des entreprises réalisant moins de 2,5 millions d'euros de chiffre d'affaires entretiennent une relation avec un seul établissement de crédit, environ 25 % avec deux, et moins de 5 % avec plus de deux établissements (Dietsch et Golitin, 2002). À l'inverse, moins de 10 % des grandes entreprises (chiffre d'affaires supérieur à 80 millions d'euros) n'ont qu'une seule banque. Ces résultats sont confirmés par l'Observatoire des PME européennes, qui relève que seulement 12 % des entreprises de cette catégorie avaient changé de banque sur trois ans (OES, 2003).

Étant donné l'importance du financement bancaire pour les PME et les relations privilégiées que ces dernières entretiennent avec leur banquier, la question de leur accès au crédit dans de bonnes conditions revêt un caractère crucial.

### **3.2. Le crédit aux PME françaises : un couple risque-rendement qui ne fonctionne pas bien**

Avant d'aller plus loin, il importe de rappeler qu'il n'y a pas de vision commune, parmi les interlocuteurs rencontrés, sur la question de l'accès au crédit des PME françaises :

- les banquiers apparaissent relativement satisfaits. Ils reconnaissent cependant que leurs filiales américaines se comportent différemment, à l'égard des PME risquées, de leurs établissements en France. Ils déplorent également que certains concurrents, plus récemment arrivés sur ce segment de marché, cassent les marges pour se constituer un fonds de commerce ;
- les patrons de PME mettent en avant la frilosité des banques et font part de grandes difficultés d'accès au crédit pour leurs projets comportant une certaine part de risque. Les entrepreneurs citent à l'envi des exemples de banques dans tel ou tel pays étranger qui ont développé des techniques d'appréciation du risque plus sophistiquées que leurs équivalentes françaises, et tarifient le crédit au plus proche de la réalité économique ;
- les organisations professionnelles de PME considèrent dans l'ensemble que le système bancaire « peut mieux faire ».

Au-delà de ces impressions, quelles conclusions peut-on tirer des données disponibles et de la littérature économique consacrée à ce sujet ?

On désigne usuellement par « rationnement du crédit » la situation où une entreprise se voit refuser un financement bancaire, même si elle est prête à payer pour cela un taux d'intérêt élevé.

Un tel phénomène peut d'abord être mis en évidence au niveau global, par des estimations empiriques. Il s'agit ensuite d'en examiner les causes potentielles et les éventuelles mesures correctrices qui pourraient être adoptées.

Il faut cependant garder à l'esprit la difficulté d'une mesure précise. Les nouveaux crédits et les financements d'acquisition (notamment avec effet de levier, LBO) ne sont pas distingués dans les statistiques.

### *3.2.1. Les estimations globales du rationnement du crédit aux PME*

Pour apprécier les éventuelles contraintes de crédit pesant sur les PME françaises, la principale méthode consiste à estimer les niveaux de l'offre et de la demande de crédit et à considérer que le rationnement est égal à la différence (lorsque cette dernière est positive) entre la courbe de demande et la courbe d'offre.

Les études quantitatives portant sur ce sujet sont aujourd'hui, il est vrai, encore peu nombreuses et peu robustes. Dans l'ensemble, elles conduisent cependant à penser qu'il existe des contraintes de rationnement relativement fortes en France, même si leur ampleur et leurs causes ne peuvent être déterminées avec exactitude. Dans leur récent rapport pour la Banque de France sur les effets de la suppression du taux de l'usure, Gabrielli, Housni-Fellah et Oung (2006) en fournissent une synthèse.

Aux États-Unis, 2,1 % de ces PME auraient été privées d'accès au crédit entre les années 1987 et 1988 (Levenson et Willard, 2000). En y additionnant celles qui se sont censurées d'elles-mêmes avant le stade de la demande de crédit (4,2 %) et celles qui ont obtenu un financement avec retard (2,2 %), environ 8-10 % des PME américaines au total auraient connu un rationnement sur la période étudiée. Ces chiffres sont toutefois à nuancer dans la mesure où le total des firmes rationnées ne représente qu'une faible part de la valeur ajoutée de l'ensemble des entreprises (3,2 %).

Ces ordres de grandeur peuvent être comparés, pour le Royaume-Uni, à l'estimation de la Fédération des PME britanniques, qui évalue (FSB, 2006) à environ 9 % seulement le taux de rejet des dossiers de crédits déposés par ces dernières sur la période 2004-2005. Bien que cette enquête ne prenne pas en considération les emprunteurs potentiels ayant renoncé à se présenter, les effets de rationnement sont, ici également, considérés comme faibles.

En France, une étude de Cieply et Paraque (1998) estime à près de 40 % le taux de PME françaises qui auraient été rationnées au cours de la période 1985-1995. Dans une analyse non encore publiée, Lacroix (2006) situe à environ 10 % le pourcentage d'entreprises spécifiquement rationnées du fait de l'usure (*cf.* ci-dessous pour un développement sur ce thème), auquel il faudrait additionner un rationnement structurel d'ampleur similaire si l'on croît les études mentionnées ci-dessus.

Ces deux études aboutissent ainsi à des ordres de grandeur qui dépassent largement les estimations effectuées aux États-Unis et au Royaume-

Uni. Elles doivent être complétées par deux analyses récentes qui portent également sur le cas français :

- Bach (2005) s'intéresse à l'extension aux PME des secteurs du commerce de gros et de détail, en 1993 et 1995, de l'éligibilité aux prêts CODEVI, auparavant réservés aux PME d'autres secteurs. Il trouve que cette extension se serait traduite par une hausse de 4 % de l'endettement de long terme des entreprises concernées. Une telle hausse de l'endettement pourrait en théorie résulter d'un simple abaissement du coût de la ressource (les prêts CODEVI sont moins chers), qui aurait permis de financer des projets jusqu'alors non rentables. Cette hypothèse est rejetée par l'étude, les profits significatifs engrangés par les PME bénéficiaires allant très au-delà de l'effet d'aubaine lié à la bonification des taux, suggérant un réel rationnement du crédit ;

- Aubier et Cherbonnier (2007), pour le compte de la Direction générale du Trésor et de la Politique économique, estiment les courbes d'offre et de demande de crédit à partir des données de la Banque de France (BDF). Il en ressort qu'une part significative de la demande de crédit de trésorerie des PME n'aurait pas été satisfaite par les banques en 2001. Ce déséquilibre se serait par la suite résorbé, le rationnement n'étant plus significatif en 2003, du fait essentiellement de la baisse de la courbe de demande liée à la conjoncture, les entreprises anticipant une dégradation de la conjoncture future.

Une autre façon de mettre à jour les contraintes de crédit pesant sur les entreprises françaises est de comparer, comme le font Aubier et Cherbonnier dans le complément à ce rapport, les primes de risque théoriques issues du « score » de la Banque de France et les taux d'intérêt effectivement constatés dans les prêts aux entreprises. Le « score » est l'outil permettant à la Banque de France de répartir les entreprises en sept classes de risque, les classes 1 à 3 rassemblant les entreprises dites « risquées », la classe 4 les entreprises « neutres », et les classes 5 à 7 les entreprises « favorables ». On en déduit des primes de risque théoriques, présentées dans le tableau 18, qui peuvent varier de près de 1 000 points de base selon le score de l'entreprise.

### 18. Primes de risque actuarielles théoriques en fonction de la classe de risque BDF (taux sans risque à 2,0%)

En %

Classe de risque	Prime de risque à...	
	2 ans	5 ans
1	13,4	9,5
2	5,6	4,9
3	3,5	3,3
4	1,4	1,5
5	0,7	0,8
6	0,2	0,3
7	0,1	0,1

Sources : Complément de Aubier et Cherbonnier à ce rapport et données BDF.

En théorie, ces primes devraient s'observer dans les tarifs pratiqués par les banques sur le crédit. En pratique, la dispersion observée de la tarification du crédit est au contraire bien plus faible que celle prédit par la théorie : d'après les données collectées par la Banque de France, celle-ci serait de l'ordre de 150 points de base (*cf.* tableau 19).

### 19. Taux débiteurs des crédits à moyen et long termes au 4<sup>e</sup> trimestre 2005

Montant du crédit	Taux du 1 <sup>er</sup> décile	Taux moyen	Taux du 9 <sup>e</sup> décile
≤ 15 245 €	3,04 %	3,68 %	4,49 %
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	2,94 %	3,60 %	4,40 %

Source : Edmond (2006).

Il semble donc exister des contraintes de crédit pour les PME françaises, qui témoigne d'un mauvais fonctionnement du couple risque-rendement. L'ampleur de ces contraintes varie selon les études, mais qui paraît supérieure aux ordres de grandeur des estimations réalisées aux États-Unis et au Royaume-Uni. S'attaquer à ce problème implique d'en étudier les causes, et d'examiner pour chacune d'entre elles quelle mesure correctrice pourrait être apportée (*cf.* ci-dessous).

Mais d'ores et déjà, avant de détailler les mécanismes de rationnement du crédit, il paraît raisonnable de poser l'objectif d'une plus grande transparence sur les crédits apportés aux PME. Les études mentionnées ci-dessus mériteraient être approfondies pour apprécier plus précisément les contraintes de crédit pesant sur les PME françaises.

Dans le même sens, les établissements bancaires devraient plus souvent indiquer quelle part de leur portefeuille de crédits concerne les PME, de façon à ce que les pratiques bancaires puissent être mieux connues. Solution un temps envisagé par le ministère des Finances, l'instauration d'une « obligation de *reporting* » inscrite dans la réglementation comptable a finalement été abandonnée. A finalement été retenu un engagement des établissements bancaires, via leurs organisations professionnelles, à être plus transparent en matière de crédits octroyés aux PME. Le respect de cet engagement ne pourrait qu'être positif, surtout s'il pouvait se doubler d'une transparence sur la nature des prêts consentis en distinguant bien, d'une part, le financement de projets nouveaux et, d'autre part, le financement d'acquisitions ou de LBO.

#### 3.2.2. Comment expliquer le rationnement du crédit ?

En théorie, le rationnement du crédit peut avoir de multiples causes :

- la présence d'asymétries d'information ;
- l'existence d'un taux réglementaire de l'usure ;
- un droit des défaillances d'entreprises défavorable aux créanciers ;
- une concurrence insuffisante entre les établissements bancaires.

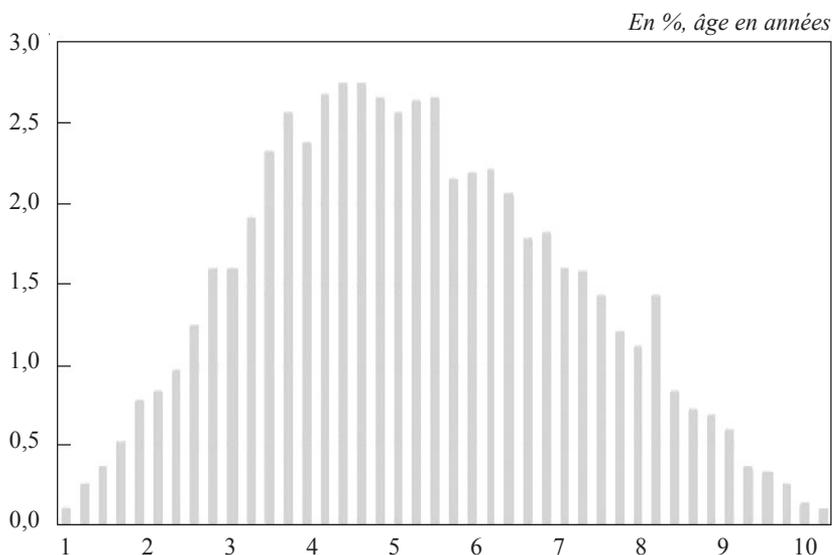
### 3.2.2.1. La présence d'asymétries d'information

L'application des théories de l'asymétrie d'information dans le domaine du financement bancaire repose sur le fait que le prêteur éprouve des difficultés à évaluer le projet de l'emprunteur et à contrôler son comportement. L'emprunteur dispose en effet d'un degré d'information beaucoup plus fin que le prêteur sur la viabilité du projet concerné, ses risques réels et sa rentabilité anticipée. Pour réduire cette asymétrie d'information, l'établissement de crédit n'a guère d'autre choix que de mettre en place des mécanismes de contrôle qui auront pour effet de renchérir considérablement ses coûts de gestion (collecte d'information détaillée, analyse financière, surveillance régulière, etc.).

Une réaction naturelle peut alors être de sélectionner de manière plus rigoureuse les risques, ce qui réduit les coûts d'agence et le niveau de la tarification. Les projets les plus risqués sont dès lors exclus du financement bancaire et l'équilibre conduit à un rationnement du crédit (*cf.* encadré 4).

Cet effet est probablement plus prononcé pour les PME que pour les grandes entreprises, pour deux raisons essentielles. D'une part, ces dernières comptent une proportion plus grande d'entreprises cotées pour lesquelles le coût de collecte de l'information est allégé. D'autre part, le risque de défaut de paiement est d'autant plus élevé que l'entreprise emprunteuse est jeune et de petite taille. Le graphique 12 montre en effet, qu'en moyenne sur la période allant de fin 1981 à début 2006, près de la moitié des entreprises françaises défaillantes avaient moins de quatre ans d'existence.

#### 12. Répartition des entreprises en défaut par âge, 1981T4-2006T1



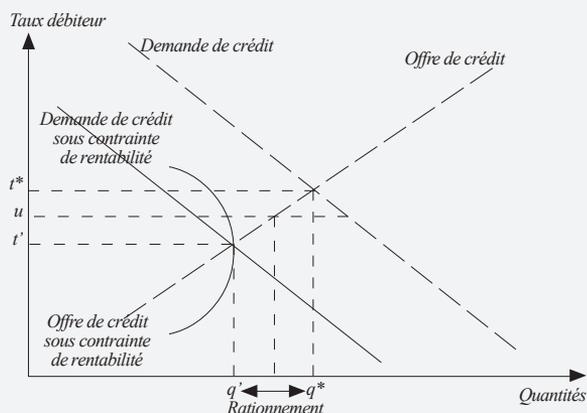
Source : Gabrielli, Housni-Fellah et Oung, 2006.

#### 4. Rationnement du crédit et asymétries d'information (\*)

La justification théorique d'un rationnement de la demande de crédit par les banques a été apportée par Stiglitz et Weiss en 1981. Une banque ne peut pas distinguer entre les projets en fonction de leur niveau de risque. Lorsqu'elle augmente son taux débiteur, les agents dont les projets sont les moins risqués sont incités à quitter le marché. Par conséquent, le risque que font courir les emprunteurs potentiels augmente (risque dit de « sélection adverse »). De plus, les agents peuvent décider d'entreprendre des projets plus risqués que prévu pour assumer le surcroît de charge financière résultant de taux plus élevés (aléa « moral »). Puisque la probabilité de défaut augmente avec le niveau des taux, une hausse du taux des prêts ne se traduit pas nécessairement par une hausse proportionnelle du rendement anticipé de la banque. Ceci revient à dire que la relation entre profit espéré et taux d'intérêt débiteur, qui inclut la prime de risque, n'est pas croissante mais « en cloche ». Lorsque le coût du risque devient trop élevé au regard des profits espérés, les banques peuvent préférer fixer le taux débiteur à un niveau jugé optimal en termes de rendement et de risque mais pouvant se situer en dessous du taux d'équilibre du marché et dès lors entraîner un rationnement du crédit.

L'impact de la réglementation de l'usure dépend donc du niveau du taux correspondant et de celui du taux qui équilibre le marché.

#### Équilibre sur le marché du crédit en présence d'asymétries d'information



Configurations envisageables :

- H1 :  $t' < t^*$  et  $u > t'$  : il existe déjà un niveau de rationnement naturel qui n'est pas imputable à l'usure. La levée du seuil de l'usure n'a pas ou peu d'effet.
- H2 :  $t' = t^*$  et  $u < t'$  : il existe un rationnement principalement lié à l'usure. La levée du seuil correspondant entraîne une remontée des taux débiteurs au moins pour les catégories risquées.
- H2bis : si le rationnement joue aux dépens des emprunteurs les plus risqués, la levée de l'usure augmente le risque moyen des portefeuilles bancaires.
- H3 : des effets de substitution s'opèrent avec des financements bancaires non soumis à l'usure (cas du crédit-bail par exemple).

(\*) Encadré emprunté en totalité au rapport de la Banque de France au Parlement sur les incidences de la réforme du taux de l'usure.

### 3.2.2.2. L'existence d'un taux réglementaire de l'usure

Une deuxième explication du rationnement du crédit peut provenir de la réglementation de l'usure, qui fixe un plafond aux taux d'intérêt débiteurs pratiqués par les banques pour diverses catégories de concours. Historiquement très ancienne, la réglementation sur l'usure vise à protéger les emprunteurs contre le prélèvement par le prêteur d'une rente abusive. Son extension aux entreprises est relativement récente, et répond au même objectif en ce qui concerne plus particulièrement les PME.

Depuis les années soixante-dix, cependant, la plupart des pays occidentaux qui avaient instauré une réglementation sur l'usure pour les entreprises sont revenus sur ces dernières, au motif qu'elles pouvaient restreindre leur capacité à mobiliser des financements externes. Aux États-Unis, les lois fédérales sur l'usure ont été abolies en 1978, même si des réglementations spécifiques subsistent dans certains États, notamment pour les crédits par carte, très utilisés par les PME américaines. Dans la zone euro, si l'ensemble des pays maintient une réglementation sur l'usure pour les crédits aux ménages, seuls deux pays, la France et l'Italie, continuent d'y inclure, en tout ou partie, les crédits aux entreprises ou assimilés.

En France, les critiques contre la réglementation sur l'usure se sont amplifiées dans le courant des années quatre-vingt-dix avec la baisse des taux d'intérêt, qui a restreint encore la marge de manœuvre des banques en matière de tarification du crédit<sup>(19)</sup>. La réglementation a été profondément modifiée par les récentes lois Dutreil<sup>(20)</sup>, qui ont exclu de son champ la quasi-totalité des crédits aux sociétés, puis la plupart de ceux accordés aux personnes physiques exerçant une activité marchande (entrepreneurs individuels, commerçants, artisans, etc.)<sup>(21)</sup>.

Cette suppression du taux de l'usure pour les entreprises fournit l'occasion d'en évaluer précisément les effets sur le financement des entreprises. Comme le prévoyait la loi de 2006 en faveur des PME, cette mission est revenue à la Banque de France, qui a remis en 2007 au Parlement un rapport sur les incidences de la réforme de l'usure sur les modalités de financement des PME.

---

(19) Le taux de l'usure est proportionnel au taux d'intérêt du trimestre précédent. L'article L. 313-3 du Code de la Consommation dispose que « constitue un prêt usuraire tout prêt conventionnel consenti à un taux effectif global qui excède, au moment où il est consenti, de plus du tiers, le taux effectif moyen pratiqué au cours du trimestre précédent par les établissements de crédit pour des opérations de même nature comportant des risques analogues, telles que définies par l'autorité administrative après avis du Comité consultatif du secteur financier ».

(20) Loi du 1<sup>er</sup> août 2003 pour l'initiative économique et loi du 2 août 2005 en faveur des PME.

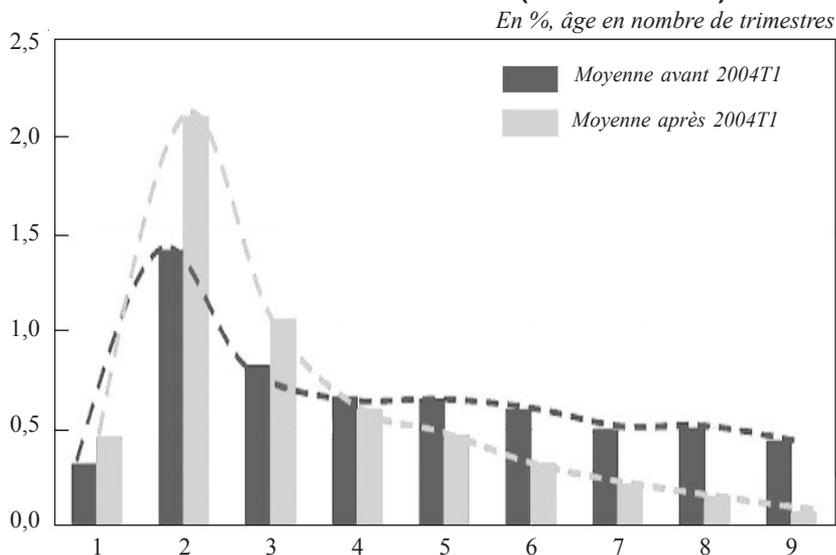
(21) Restent concernés par la réglementation sur l'usure les crédits aux personnes morales n'exerçant pas d'activité marchande (industrielle, commerciale, artisanale, agricole, etc.), notamment les associations et institutions sans but lucratif.

Selon ce rapport, et conformément aux effets théoriques que l'on pouvait en attendre, « la réglementation de l'usure avait des effets indésirables sur le financement des entreprises », essentiellement au nombre de trois :

- elle avait un effet mécanique de rationnement du crédit, en excluant les entreprises présentant un risque trop élevé bien que capables d'assumer la charge financière d'un crédit à taux élevé, ou en réduisant le montant des prêts qui leur étaient accordés. Ce rationnement touchait davantage les entrepreneurs individuels que les autres PME ;
- elle poussait les établissements de crédit et les PME à recourir à des méthodes alternatives de financement échappant à la réglementation de l'usure (financements alternatifs non réglementés ou demande de garanties supplémentaires), qui n'étaient pas nécessairement adaptées aux besoins des entreprises ;
- elle incitait les banques à opérer une péréquation des taux appliqués à leur clientèle de PME, les moins risquées d'entre elles finançant les plus risquées dont la juste tarification de la prime de risque aurait conduit à dépasser le taux de l'usure.

Comme le montre le graphique 13, la réforme a ainsi permis d'augmenter sensiblement le nombre des premiers crédits accordés à de jeunes entreprises, ce qui s'est traduit par un raccourcissement du délai d'obtention moyen. En parallèle, elle a incité prêteurs et emprunteurs à davantage recourir au crédit traditionnel plutôt qu'aux financements alternatifs, et conduit les banques à mieux prendre en compte le risque dans la tarification du crédit.

### 13. Taux instantané d'obtention d'un premier crédit pour les entreprises de moins de trois ans d'existence avant et après le 1<sup>er</sup> trimestre 2004 en fonction de leur durée de vie (2003T2-2006T2)



Source : Gabrielli, Housni-Fellah et Oung, 2006.

Il importe de souligner que cette réforme ne s'est pas traduite pour autant par un accroissement notable du risque de défaillance des PME sur la période.

Elle a donc eu les effets escomptés, le taux d'usure n'ayant aujourd'hui plus d'effet, ou seulement à la marge (les découverts en compte aux entreprises sont encore soumis à la législation sur l'usure qui prévoit des sanctions civiles)<sup>(22)</sup>, sur le rationnement du crédit aux PME.

### 3.2.2.3. Un droit des défaillances d'entreprises défavorable aux créanciers : un risque *ex ante* limité par les chances de recouvrement *ex post*

Un troisième élément pouvant expliquer le rationnement du crédit est à chercher du côté du droit des défaillances d'entreprises. En effet, le droit applicable aux entreprises éprouvant des difficultés financières et, de ce fait, devant se conformer à des plans de réorganisation ou de liquidation, peut être plus ou moins protecteur des intérêts des créanciers bancaires. Si ces derniers sont défavorisés au moment du plan de réorganisation ou de liquidation, ils peuvent réagir en refusant *ex ante* d'accorder les crédits aux entreprises risquées.

En comparaison internationale, le droit français apparaît comme l'un des plus défavorables aux créanciers. Il laisse un important pouvoir d'appréciation au juge, qui se voit confier comme objectif la préservation de l'entreprise et de l'emploi, ce qui réduit la marge de négociation des créanciers lors des procédures judiciaires. Ces derniers jouent un rôle essentiellement consultatif dans les procédures de redressement judiciaire, et ne sont pas autorisés, comme dans d'autres pays, à vendre les actifs au plus offrant.

*A contrario*, au Royaume-Uni, bien que les procédures de redressement et de liquidation se déroulent également sous le contrôle du juge, les créanciers de rang élevé conservent un droit de veto et peuvent mettre en application les procédures prévues en cas de défaut dans le contrat de prêt. La principale procédure utilisée pour les petites entreprises<sup>(23)</sup> confie aux créanciers une liberté quasi-totale pour réaliser les actifs de l'entreprise, avec un contrôle minimal de la part des instances judiciaires.

L'Allemagne, pour sa part, présente un niveau intermédiaire de protection des créanciers. Les procédures sont également supervisées par un juge mais les créanciers conservent d'importantes marges de manœuvre.

Cette spécificité de la France est reflétée dans les classifications internationales portant sur les droits des entreprises défaillantes des différents pays. Dans les études internationales (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer et Vishny, 1998) la France obtient ainsi le score minimum de 0 pour ce qui est de la protection des créanciers, contre 3 pour l'Allemagne et 4 pour le Royaume-Uni, qui obtient le score maximum.

(22) Articles L. 313-5-1 et L. 313-5-2 du Code monétaire et financier.

(23) Il s'agit de l'*administrative receivership*, procédure qui permet au créancier disposant d'une garantie sur l'ensemble des actifs de l'entreprise (*floating charge*, au-delà des seuls actifs immobiliers), de nommer un administrateur qui se voit transférer les pouvoirs de gestion et les exerce dans l'intérêt de ce créancier.

Une récente étude empirique de Davydenko et Franks (2006) de la *London Business School*, portant sur plus de 2 000 PME dans ces trois pays ayant fait défaut sur leur dette bancaire, tente de caractériser les effets du droit des défaillances d'entreprises sur le comportement des banques. Leurs principales conclusions peuvent être résumées de la façon suivante :

- le comportement des banques est affecté de façon sensible par le droit des défaillances d'entreprises en vigueur dans chaque pays. En France, les banques réagissent par une demande de collatéral par euro de dette accordée supérieure à ce qui est constaté en Allemagne et au Royaume-Uni. Au surplus, la garantie hypothécaire, portant sur les actifs immobiliers de l'entreprise, est moins répandue en France<sup>(24)</sup>. Ce phénomène peut être attribué au fait que les banques doivent souvent céder leur rang à des créanciers prioritaires, comme les salariés ou les nouveaux prêteurs intervenant après l'ouverture de la procédure collective ;

- l'ajustement des comportements des prêteurs ne suffit pas à rapprocher les taux de recouvrement des créances entre les trois pays. Ainsi, à l'issue d'une procédure judiciaire, le taux de recouvrement des créances bancaires en France (54 %) est significativement inférieur à celui de l'Allemagne (67 %) ou du Royaume-Uni (74 %)<sup>(25)</sup>. Sans les ajustements endogènes, ces différences auraient été plus marquées encore ;

- de façon paradoxale, le droit français, qui privilégie la sauvegarde de l'entreprise et de l'emploi, ne conduit pas à ce que la part des redressements se traduisant par la survie de l'entreprise soit plus élevée en France qu'au Royaume-Uni. Ce résultat est lié au fait que les créanciers privés ont également une préférence pour la réorganisation et la survie de l'entreprise dans la mesure où elle leur permettra de maximiser le recouvrement final. À l'opposé, les procédures de redressement administré, comme celle en vigueur en France, n'incitent pas à la réorganisation efficace de l'entreprise en difficulté.

Ainsi, la demande de collatéral, qui va de pair avec la restriction du crédit par les banques, est supérieure en France à ce qu'elle serait si le droit des défaillances d'entreprises était plus favorable aux créanciers. Les importantes disparités de taux de recouvrement des créances (54 % en France contre 74 % au Royaume-Uni) incitent les prêteurs à faire preuve de davantage de prudence qu'outre-Manche.

Il conviendrait donc, pour relâcher les contraintes de crédit et inciter les banques à financer davantage de projets risqués, d'accroître la protection des créanciers lors des défaillances d'entreprises. L'exemple britannique

---

(24) S'y est progressivement substitué en France le mécanisme dit de « caution mutuelle », par lequel des établissements de crédit spécialisés assurent la garantie.

(25) Les États-Unis auraient, selon d'autres études citées par Davydenko et Franks, un taux de recouvrement assez élevé, de l'ordre de 70 %. Ce, malgré la faible protection apportée aux emprunteurs (score de 1 sur l'échelle de 0 à 4 de La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer et Vishny).

montre qu'une telle réforme ne serait pas nécessairement l'ennemi de la sauvegarde de l'emploi et de l'entreprise.

La loi de sauvegarde des entreprises de 2005<sup>(26)</sup>, dont l'objet principal était le traitement en amont des difficultés des entreprises, comprenait certaines dispositions sur la protection du prêteur. En particulier, elle a mis fin à une spécificité française, la responsabilité pour « soutien abusif » du banquier, construction jurisprudentielle<sup>(27)</sup> qui permettait de mettre en cause le prêteur pour le financement d'une entreprise « dont la situation est irrémédiablement compromise »<sup>(28)</sup>. Cette dernière faisait l'objet de critiques croissantes, du fait notamment que les dommages et intérêts octroyés pouvaient être sans rapport avec les montants de prêts octroyés.

Cette avancée demeure cependant limitée, dans la mesure où les condamnations d'établissements de crédit pour « soutien abusif » étaient relativement peu nombreuses. Il conviendrait d'aller plus loin dans les chances données aux prêteurs de récupérer leurs créances.

Dans ce sens, une modélisation de la Direction générale du Trésor et de la Politique économique (DGTPPE) montre qu'une amélioration de 3 % du taux de recouvrement des créances en France entraînerait une hausse de 3,5 % de l'activité « risquée » (le modèle définit deux niveaux de risque pour les entreprises, plus ou moins élevés). Selon cette étude, l'écart entre les taux de recouvrement des créances en France et au Royaume-Uni pourrait même être un facteur d'explication de la moindre proportion d'entrepreneurs en France (respectivement 3,2 et 5,4 % de la population d'âge actif) (Cherbonnier, Épaulard et Payet, 2006).

Les voies précises permettant d'accroître la protection des créanciers doivent être explorées plus avant. On peut néanmoins en citer une qui pourrait être mise en œuvre sans délai : la remise en cause du « super-privilège » de l'AGS (association pour la gestion du régime de garantie des créances des salariés). L'AGS est l'organisme qui assure la garantie des salaires des entreprises en redressement ou liquidation judiciaire, qui récupère la plupart de ses créances auprès de l'entreprise grâce au rang privilégié dont il bénéficie par rapport aux autres créanciers. L'AGS pourrait se voir confier un rang analogue aux autres créanciers bénéficiant de sûretés réelles (hypothécaires, notamment), ce qui aurait évidemment un coût pour ce dernier. Ce coût pourrait utilement être supporté par l'État, jouant un rôle d'assureur en dernier ressort, plutôt que par les autres créanciers, ce qui freine aujourd'hui le développement du crédit (*cf.* le complément à ce rapport de Aubier et Cherbonnier).

---

(26) Loi du 26 juillet 2005 de sauvegarde des entreprises.

(27) Née en 1976 avec l'affaire Laroche et la décision du même nom de la chambre commerciale de la Cour de cassation du 7 janvier 1976.

(28) Cour de cassation, chambre commerciale, 5 février 1978.

### Proposition 7

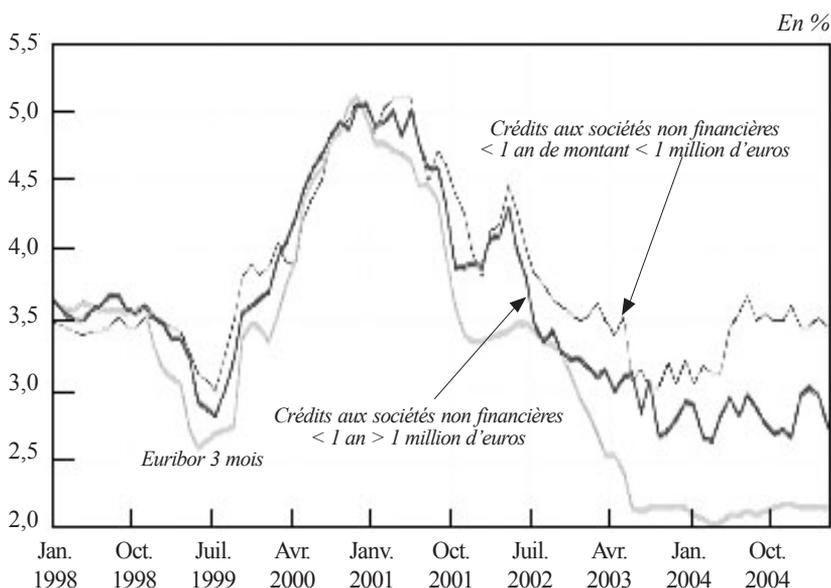
*Réformer le droit des défaillances d'entreprises de façon à améliorer la protection des créanciers, ce qui passe notamment par une remise en cause rapide du « super-privège » de l'AGS.*

#### 3.2.2.4. Une concurrence insatisfaisante entre les établissements bancaires

La dernière explication du rationnement du crédit aux PME relève du type de concurrence que se livrent les établissements bancaires. Deux éléments sont à souligner à cet égard.

D'une part, le caractère « monobancaire » du crédit au PME décrit ci-dessus, ainsi que la faible fréquence des changements de banquier pour ces dernières, sont des indices d'une certaine captivité de la clientèle de PME pour les banques. Le degré de concurrence sur le marché du crédit aux PME peut être mesuré par la façon dont les établissements répercutent les baisses de taux du marché monétaire sur les taux débiteurs des crédits accordés aux PME. Comme l'illustre le graphique 14, les banques semblent en effet disposer d'un fort pouvoir de marché, dans la mesure où elles répercutent de façon différée et partielle les baisses de taux sur les crédits de court terme de plus faibles montants, ici considérés comme représentatifs des crédits aux PME.

#### 14. Taux du crédit bancaire de court terme et taux monétaire



Source : Gabrielli, Housni-Fellah et Oung, 2006.

Cette plus faible concurrence a une conséquence sur l'accès au crédit des PME et, plus particulièrement, des plus risquées d'entre elles. En effet, les établissements de crédit en place, assurés de conserver leurs marges sur une partie de leur clientèle, ne sont pas incités à développer leur offre en direction des segments les plus risqués du marché, ce qui nécessiterait notamment la mise en place de modèles plus sophistiqués de cotation du risque.

D'autre part, il semble que la structure des marges bancaires soit également un facteur important. Ces dernières seraient beaucoup plus élevées sur d'autres services bancaires que celui du crédit, par exemple les services associés à la tenue de compte ou la gestion du patrimoine du chef d'entreprise. Des indices suggèrent en effet la présence de subventions croisées entre crédit bancaire et services financiers (*cf.* le complément à ce rapport de Aubier et Cherbonnier).

Les banques se livreraient ainsi une concurrence sur le marché du crédit aux PME faiblement risquées, en sous-tarifant les produits, de façon à attirer de bons profils de risque pour reconstituer leurs marges sur des prestations complémentaires. Ce phénomène contribuerait également à rationner le crédit pour les PME risquées. C'est la position défendue notamment par le rapport Pastré sur *Les enjeux économiques et sociaux de l'industrie bancaire* (2006) pour qui « si les banques renoncent à tarifier le coût du risque en points de marge, cela contribue indirectement à exclure du crédit les entreprises qui présentent des risques même moyens, au profit d'une recherche de rentabilité immédiate sur les meilleurs risques ».

Devant ce constat, la question se pose des solutions à apporter pour promouvoir de meilleures conditions d'exercice de la concurrence sur le marché du crédit. L'évolution en cours de la réglementation prudentielle (Bâle II) devrait théoriquement inciter les banques à tarifier davantage en fonction du risque de crédit. En effet, le capital réglementaire évoluera désormais plus fortement avec le risque de crédit que dans le cadre de l'ancien système de Bâle I (*cf.* le complément à ce rapport de Aubier et Cherbonnier). Cet effet, cependant, devrait rester limité et ne devrait pas différer la mise en œuvre de mesures incitant les banques à investir davantage le champ des crédits risqués aux PME.

Il pourrait être envisagé d'aller plus loin, comme le proposent Philippon et Véron dans une récente note de la fondation Bruegel (2008). Des firmes non bancaires, à condition qu'elles fassent l'objet d'une supervision adéquate, pourraient être autorisées à concurrencer les banques dans plusieurs secteurs d'activité : le crédit, la dette-mezzanine, etc. La France, avec l'Autriche, le Portugal et l'Italie, fait aujourd'hui figure d'exception en Europe en ne permettant pas aux organismes non bancaires d'offrir des services de crédit-bail ou d'affacturage.

Le développement de la concurrence dans le secteur des services financiers aux PME, avec l'introduction d'acteurs nouveaux, pourrait être de nature à favoriser le financement des PME risquées. Des produits nouveaux

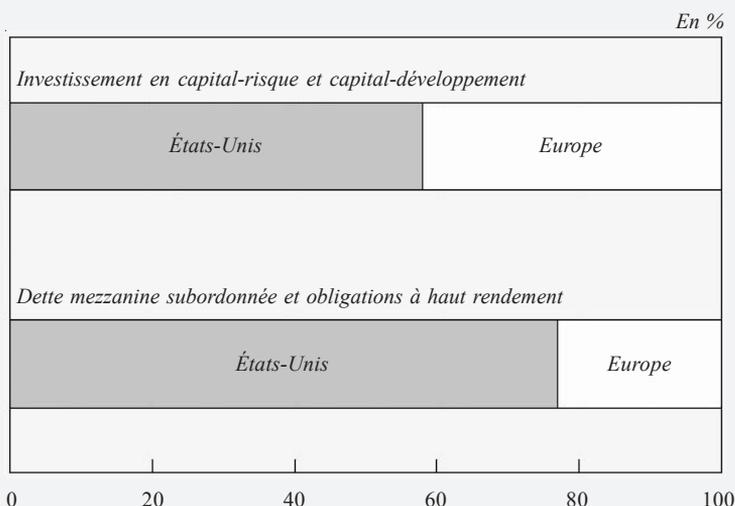
pourraient être développés par des fonds spécifiques, en particulier des produits de dette-mezzanine. Les établissements bancaires qui, du fait de la crise financière actuelle, repensent leurs stratégies et leur offre de produits, pourraient ainsi être incités à davantage développer ce secteur d'activité.

## 5. La dette mezzanine

La dette mezzanine est la dette très subordonnée qui s'interpose entre la dette senior et les capitaux propres : elle encourt donc un risque plus important qu'une dette classique, ce qui implique une rémunération élevée et, parfois, des bons de souscription d'actions pour en accroître le rendement global.

La dette mezzanine, comme l'ensemble des produits de dette subordonnée et obligations à haut rendement (*high-yield bonds*), est aujourd'hui peu développée en Europe par comparaison avec les États-Unis. Elle est pourtant très adaptée aux firmes émergentes ne pouvant offrir de bonnes garanties de crédit.

### Flux d'investissements 2005-2006 part États-Unis/Europe



Source : Thomson Financial, EVCA, NVCA, PricewaterhouseCoopers (cité dans Philippon et Véron, 2008).

La diffusion de cette technique de financement pourrait contribuer à une meilleure tarification du crédit pour les PME risquées, et donc à un meilleur fonctionnement du couple risque-rendement.

---

### **Proposition 8**

*Renforcer la concurrence entre les établissements bancaires sur le marché du crédit et des services complémentaires.*

*Permettre à des établissements non bancaires sous supervision adéquate, par exception au monopole bancaire, de développer des produits de financement des PME : dette-mezzanine, high yield, produits hybrides, etc.*

*Développer les fichiers de cotation publique du risque des PME. En particulier, le scoring Banque de France pourrait être amélioré en le rendant plus facilement utilisable par les clients et en lui ajoutant une dimension prospective.*

---

## **3.3. Une intervention publique à développer en direction des crédits plus risqués**

### **3.3.1. Mieux calibrer l'intervention existante**

L'accès au crédit des PME est contraint, on l'a vu, par différents facteurs qui empêchent un fonctionnement optimal du couple risque-rendement.

Une intervention de l'État peut dès lors être envisagée afin de lever cette contrainte. Plusieurs voies sont *a priori* envisageables :

- l'État peut inciter les banques à leur réserver des ressources spécifiques pour se financer (« prêt fléché », par exemple les prêts CODEVI) ;
- il peut leur accorder des conditions de crédit plus favorables que celles du marché (« prêt bonifié ») ;
- il peut enfin diminuer le risque supporté par les banques lorsqu'elles prêtent aux entreprises risquées en prenant à sa charge une partie des pertes réalisées en cas de défaut (« prêt garanti »).

Le troisième type d'intervention est particulièrement adapté à une certaine catégorie d'entreprises risquées (entreprises technologiques dans le domaine des services, notamment), dont les actifs consistent essentiellement en des immobilisations incorporelles, ou des « intangibles ». En effet, autant une banque peut espérer garantir un prêt à une entreprise dont les actifs sont tangibles (immobilier, machines), autant le collatéral est difficile à trouver lorsque l'actif principal de l'entreprise est une idée, un plan de développement, une formule, un logiciel ou un brevet. D'où l'idée de fournir dans ce cas une garantie assurée par la puissance publique.

En outre, comme le développent Aubier et Cherbonnier dans leur complément à ce rapport, les prêts garantis sont généralement considérés comme

l'intervention publique la plus efficace, car permettant de limiter deux types d'effets pervers :

- un effet d'aubaine si la banque bénéficie d'une aide pour un prêt qu'elle aurait accordé de toute façon ;
- un effet de distorsion si l'aide conduit à accorder un prêt à un projet non rentable.

Cependant, la limitation de ces deux effets n'est pas automatique et dépend du calibrage précis de la garantie. La France a fait le choix, comme le Royaume-Uni, d'imposer un tarif aux banques en échange de la garantie publique, pour faire en sorte que cette dernière ne soit pas utilisée pour des prêts qui auraient été dispensés en l'absence de garantie. Le programme britannique (SFLG), qui vise les petites entreprises sans collatéral, demande en échange de la garantie une prime élevée de 2 % par an du montant total.

En France, cette action passe par OSÉO-SOFARIS, devenue OSÉO-Garantie en 2006, qui apporte sa garantie à une fraction d'un montant de plus de 5 milliards d'euros de nouveaux prêts accordés à environ 45 000 entreprises. La garantie proposée par OSÉO aux banques couvre 40 à 70 % du montant du prêt, et sa tarification est de 0,6, 0,7 ou 0,9 % du montant total selon que celle-ci porte sur 40, 50 ou 70 % du prêt. Ramenée à l'encours garanti, la tarification est fixée à un montant compris entre 130 et 150 pdb. Les bénéficiaires sont des entreprises en création, en phase de transmission et de développement sélectionnées par les banques.

Des travaux (Aubier et Cherbonnier, 2007) ont permis de fournir une première estimation de ce que devrait être en France la tarification optimale de la garantie permettant de limiter au maximum les effets d'aubaine. Ils aboutissent à un tarif optimal de garantie situé dans une fourchette comprise entre 150 et 250 pdb, en fonction de la quotité couverte, qui doit être au minimum de 35 %.

---

### **Proposition 9**

*Développer la garantie d'OSÉO-Garantie pour améliorer le fonctionnement du couple risque-rendement.*

*Rehausser la tarification de la garantie pour limiter les effets d'aubaine et cibler davantage la garantie sur un segment de prêts plus risqués.*

---

### 3.3.2. Étendre l'intervention existante à de nouveaux types de financement : la dette mezzanine

Afin de favoriser la diffusion de produits de type dette mezzanine (*cf.* ci-dessus) en France, il pourrait être envisagé de suivre la voie empruntée par certains de nos voisins, qui ont développé la titrisation de créances de PME. L'extension aux PME des techniques de titrisation, c'est-à-dire le transfert d'un portefeuille d'actifs – créances bancaires, obligations émises par des PME, etc. – aux marchés financiers, pourrait en effet susciter l'émergence de nouveaux types de financeurs, notamment des fonds communs de créances (FCC) qui offrirait aux PME un financement obligataire de type mezzanine.

Actuellement, en Europe, le marché de la titrisation des créances PME (qui ne représente que 3 % du marché total de la titrisation en Europe) est dominé par l'Espagne et l'Allemagne (respectivement 37 et 27 % du marché en 2007, suivis des Pays-Bas – 19 % – et de la Grèce – 10 %). Ce niveau élevé d'activité dans ces deux pays semble dû à l'existence de deux programmes publics en faveur de la titrisation, l'un consistant en la mise en place de plateformes de titrisation, l'autre en la garantie de tranches titrisées (*cf.* encadré 6).

#### **6. Les programmes publics en faveur de la titrisation de créances des PME en Allemagne et en Espagne**

En Allemagne, la banque publique KfW a créé une plateforme standardisée « PROMISE », par laquelle elle s'interpose entre les établissements qui cèdent leurs crédits PME et les investisseurs qui rachètent les tranches titrisées par la plateforme. Cette plateforme, qui agit comme un intermédiaire et propose aux banques un véhicule standardisé de titrisation de leurs crédits PME, permet à celles-ci de faciliter la libération de capital réglementaire et ce pour un coût réduit. En 2006, KfW a ainsi réalisé près de 10 milliards d'euros de titrisation de créances PME.

En Espagne, les pouvoirs publics agissent en aval de la titrisation de portefeuilles de crédits aux PME, en garantissant certaines des tranches titrisées – c'est-à-dire en agissant en rehaussement de tranches : l'État ne verse aucun flux financier initial, mais assume un risque de défaut sur les tranches subordonnées les moins risquées des portefeuilles (notées AA). En 2006, ce sont près de 7 milliards d'euros de portefeuille de crédit qui ont bénéficié de ce programme.

En France, plusieurs projets en cours de lancement proposent aux PME des opérations de financement mezzanine, pour un coût relativement élevé, en vue de rassembler au sein d'un fonds commun de créances un portefeuille de prêts à titriser – les porteurs des projets réalisant eux-mêmes

l'opération de titrisation qui, compte tenu du coût des prêts consentis, et à condition d'atteindre une taille critique d'au moins 50 millions d'euros, demeure relativement rentable. Elles sont aujourd'hui retardées par la crise des *subprimes*.

Ces initiatives, si elles se confirment et rencontrent le succès escompté, laissent entrevoir la possibilité de voir émerger un marché obligataire à l'attention des PME, de type mezzanine, et orienté vers les entreprises risquées.

Dans ce contexte, l'intervention d'OSÉO-Garantie pourrait viser à faciliter la mise en place de ces nouveaux modes de financements aux PME en garantissant, tel le modèle espagnol, certaines tranches titrisées du fonds commun de créances et facilitant par ailleurs la standardisation de ce type d'opérations.

---

### **Proposition 10**

*Étendre l'intervention d'OSÉO-Garantie dans le but de faciliter la mise en place de fonds communs de créances assurant la titrisation de dette mezzanine de PME.*

---

### **3.4. Des délais de paiement à surveiller**

On ne saurait analyser la dette bancaire des PME sans examiner également le crédit commercial, ne serait-ce que parce qu'avec un encours s'élevant à 600 milliards d'euros, ce dernier constitue un mode de financement privé des entreprises représentant quatre fois celui des institutions financières.

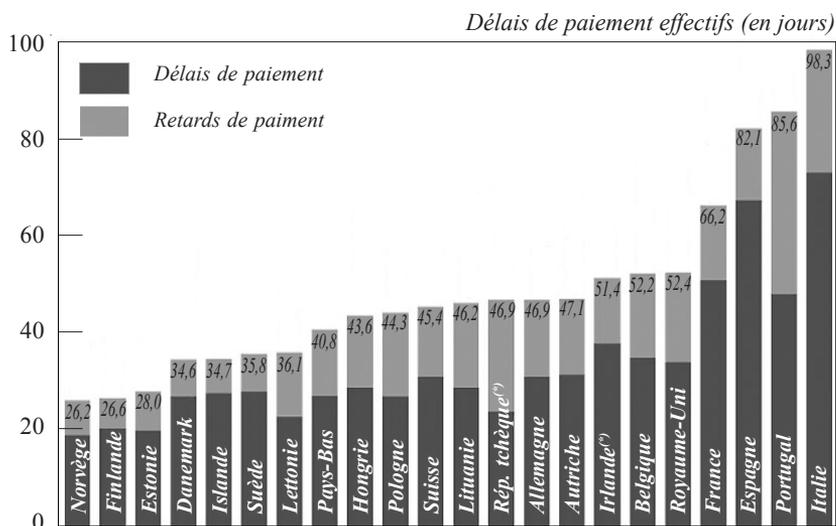
La question du crédit interentreprises et de la façon dont les délais de paiement pèsent sur le financement des PME est régulièrement abordée dans le débat public. Les organismes représentatifs de PME se font souvent les porte-voix des critiques adressées aux grandes entreprises et aux collectivités publiques, les accusant de reporter le financement de leur besoin en fonds de roulement sur leurs fournisseurs ou sous-traitants de taille plus modeste.

Mis en avant par Betbèze et Saint-Étienne (2006), l'impact des délais de paiement des grands comptes sur l'équilibre financier des PME a été étudié plus en détail dans le rapport de l'Observatoire des délais de paiement (Kremp, 2006).

Il en ressort que la France se positionne mal en comparaison internationale. La France serait l'un des pays européens où les délais de paiement

sont les plus longs, se situant au 19<sup>e</sup> rang sur 22 comme le montre le graphique 15. Les entreprises françaises seraient également moins nombreuses que leurs équivalentes en Allemagne, en Espagne, en Italie ou aux Pays-Bas à respecter les dates d'échéance des paiements (*cf.* Altares, 2006).

### 15. Les délais et retards de paiement par pays en 2005



Note : (\*) Données de l'automne 2005.

Source : Intrum Justitia, European Index, 2006.

Or, ces délais de paiement élevés portent davantage préjudice aux PME qu'aux entreprises de plus grande taille, ceci principalement pour trois raisons.

D'abord, selon des travaux empiriques sur données américaines (Choi et Kim, 2003), les PME seraient davantage affectées que les autres en cas de choc macroéconomique défavorable portant sur les taux d'intérêt. Un resserrement monétaire impliquerait en effet une hausse globale des flux de crédit interentreprises, mais cette augmentation des postes clients et fournisseurs se ferait au détriment des PME, qui verraient leur solde commercial se dégrader relativement plus. Une telle évolution refléterait un rapport de force commercial défavorable aux PME.

Ensuite, les PME seraient plus affectées que les autres entreprises par une dégradation de leur situation financière liée à un allongement des délais de paiement. Les grandes entreprises sont par nature mieux placées pour amortir les chocs et mutualiser le risque lié aux retards de paiement de leurs clients que les PME liées à quelques grands comptes. La rentabilité sur fonds propres des PME souffre davantage de l'allongement des délais

de paiement de ses clients, comme le montre le tableau 20. L'allongement des délais clients de 10 jours à plus de 120 de chiffre d'affaires s'accompagne ainsi d'une baisse de la rentabilité de 8 à 12 % du capital propre pour les entreprises de moins de 50 millions d'euros de chiffres d'affaires tandis que cette baisse est limitée à 6-7 % pour les entreprises faisant plus de 50 millions d'euros de chiffre d'affaires.

## 20. Rentabilité des fonds propres (résultat net/capitaux propres) sur la période 1997-2004 selon la taille et les délais clients

Classe de délais clients	Classe de taille (en millions d'euros)				
	Moins de 3	De 3 à 15	De 15 à 50	De 50 à 250	Plus de 250
Moins de 10 jours (1)	21,51	21,51	19,83	15,70	14,19
De 10 à 30 jours	19,28	19,28	14,95	14,65	13,67
De 30 à 60 jours	18,69	18,69	14,31	15,06	13,48
De 60 à 90 jours	18,57	18,57	13,75	15,16	14,66
De 90 à 120 jours	17,43	17,43	12,29	12,10	11,23
Plus de 120 jours (2)	13,57	13,57	8,25	9,29	7,43
Différence (2) – (1)	-7,9	-7,9	-11,6	-6,4	-6,8

Source : Observatoire sur les délais de paiement et Kremp, 2006.

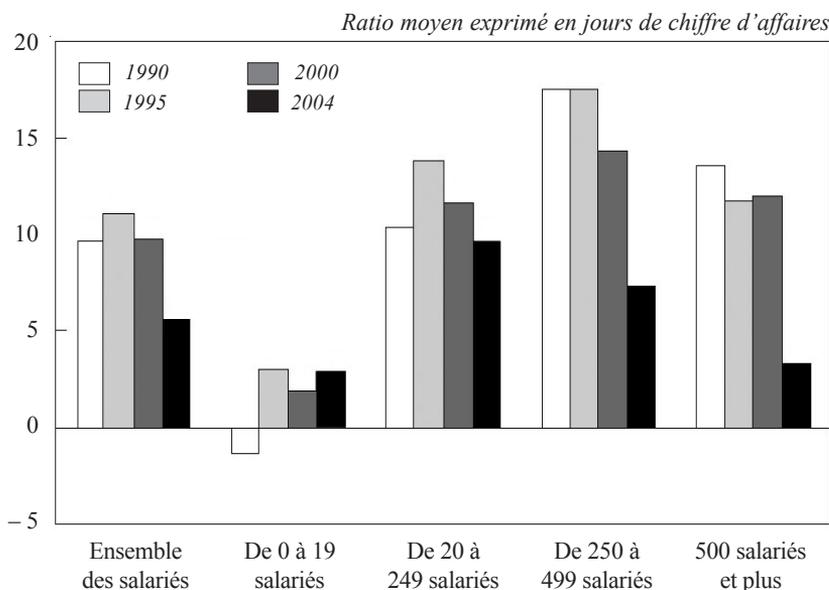
Cette fragilité est en outre illustrée par le fait que, selon la Commission européenne, une défaillance d'entreprise sur quatre serait due à des retards de paiement, phénomène confirmé par d'autres enquêtes<sup>(29)</sup> mettant en évidence que le « défaut de paiement et l'allongement des délais » sont les premières causes de défaillance.

Enfin, malgré un raccourcissement global des délais de paiement en France sur longue période, le solde commercial<sup>(30)</sup> des très petites entreprises s'est, à l'inverse, dégradé. Cela signifie que, pendant que les entreprises grandes et moyennes ont réduit leur position prêteuse, les très petites entreprises, emprunteuses nettes en 1990 (solde de -1 en jours de chiffre d'affaires), sont devenues prêteuses nettes en 2004 (solde de +3).

(29) Selon l'étude de Euler Hermes Sfac effectuée en 2001 citée dans Kremp (2006).

(30) Le solde commercial mesure la différence exprimée en jours de chiffre d'affaires des créances clients d'une entreprise et de ses dettes fournisseurs. Il reflète la situation prêteuse ou emprunteuse de l'entreprise.

## 16. Évolution du solde commercial par taille d'entreprise de 1990 à 2004



Source : Observatoire des délais de paiement (Kremp, 2006).

Dans ces conditions, il convient de mettre en place des mesures pour réduire les délais de paiement. L'Observatoire des délais de paiement ouvre à ce titre des pistes intéressantes, qui mériteraient d'être explorées plus avant, notamment les deux suivantes :

- les délais de paiement de la sphère publique pourraient être encore réduits. Il importe de noter que les délais de paiement des collectivités publiques se sont améliorés sur la période récente, avec un délai global moyen s'élevant à 32 jours pour l'État et une cible affichée de 28 jours pour 2008. La puissance publique n'est ainsi pas en plus mauvaise posture que la plupart des entreprises de plus de 500 salariés, dont une sur deux paie ses fournisseurs avec un délai représentant plus de 49 jours d'achats. L'essentiel des difficultés viendrait principalement des régions, dont le délai global moyen est le plus élevé (38 jours), et des hôpitaux, qui sont la source de l'essentiel des suspensions de paiement. Par l'important effet de levier qu'elle pourrait exercer sur l'ensemble de l'économie, la sphère publique gagnerait à réduire encore ses délais de paiement ainsi que, par ailleurs, à mieux les mesurer<sup>(31)</sup> ;

(31) Il n'est pas certain que le délai global moyen de paiement coure dans tous les cas à partir de la facturation d'une prestation ou de l'acceptation de cette facturation par l'administration publique concernée. Le délai entre les deux peut être important.

• les prestations financières externes aux PME, comme l'affacturage<sup>(32)</sup>, pourraient être développées. Selon la définition de la Banque de France, l'affacturage est une opération permettant le transfert de créances commerciales de leur titulaire à un *factor*, qui se charge d'en opérer le recouvrement et d'en garantir la bonne fin, même en cas de défaillance momentanée ou permanente du débiteur. Selon le *Baromètre Eurofactor 2006*, 59 % seulement des entreprises françaises ont recours à des services externes pour gérer leur poste client, contre 65 % en Espagne, 79 % en Allemagne et en Belgique et 81 % au Royaume-Uni. L'assurance-crédit et l'affacturage ne seraient utilisés que par respectivement 18 et 10 % des entreprises françaises de 6 à 500 salariés.

Il semble d'ailleurs exister un lien entre le niveau d'externalisation de la gestion du poste client et les résultats en matière de retards de paiement, les pays du nord de l'Europe présentant à la fois les plus forts taux de d'externalisation et les délais de paiement les plus faibles. C'est pourquoi les techniques de gestion externe du poste client des PME mériteraient d'être davantage encouragées, éventuellement par la voie fiscale comme cela avait été envisagé par une proposition de loi en 1994<sup>(33)</sup>. Une partie des frais occasionnés par le recours à l'affacturage pourrait par exemple être déduite de l'impôt sur les sociétés.

---

### **Proposition 11**

*Réduire les délais de paiement en :*

- *maîtrisant davantage ceux imputables à la sphère publique ;*
  - *favorisant le recours aux solutions externes de gestion du poste client, comme l'affacturage, notamment par des incitations fiscales.*
- 

(32) D'autres solutions, comme l'assurance-crédit ou le forfaitage sont également dignes d'intérêt.

(33) La proposition de loi visant à la maîtrise du crédit interentreprises, présentée par Jacques Barrot, prévoyait d'imputer sur l'imposition forfaitaire annuelle (IFA) les coûts de l'affacturage.

## Conclusion

Les PME innovent et créent des emplois en France. Elles pourraient le faire bien plus encore si les obstacles à leur accès au financement étaient levés.

Les onze propositions formulées dans ce rapport permettraient d'engager la politique économique dans cette voie.

Ces propositions n'ont pas l'ambition d'être définitives, mais ont vocation à ouvrir le débat avec les différents acteurs : entrepreneurs, banques, autorités de tutelle, autorités de marché, etc. Elles constituent un menu dans lequel les décideurs publics sont invités à retenir toutes les options qui leur paraissent les meilleures.

Elles sont d'ordre divers, tant dans leur impact potentiel que dans leur difficulté de mise en œuvre. Certaines concernent uniquement les outils publics d'aide au financement des PME, comme la labellisation des *business angels*, la meilleure tarification d'OSÉO-Garantie ou encore les évolutions envisagées concernant l'encouragement au développement de la dette mezzanine.

D'autres sont de portée plus structurelle, et dépassent largement le seul champ des PME. Il en va ainsi de la réorientation nécessaire de l'aide publique à la recherche privée, de la révision proposée des aides fiscales visant à faire en sorte que l'épargne placée dans un investissement productif et risqué soit davantage aidée fiscalement que l'épargne sans risque, de la révision suggérée de la loi sur les faillites d'entreprises ou encore de la remise en question du monopole bancaire.

Ces dernières mesures, si elles devaient recueillir l'assentiment des pouvoirs publics, ne seraient pas faciles à appliquer. Elles impliqueraient en effet un important effort de pédagogie visant à remettre en question certaines idées reçues. Il faudrait expliquer notamment :

- qu'octroyer à une PME risquée un crédit à taux d'intérêt élevé peut être dans son intérêt, car cela lui permet de se financer au prix du risque de sa dette pour le prêteur ;
- que donner plus de pouvoir aux banques dans une procédure de redressement ou de liquidation d'entreprise ne va pas nécessairement à l'encontre de l'objectif de préservation de l'emploi, comme le montre l'exemple britannique ;
- qu'augmenter les plafonds de déductibilité à l'impôt sur le revenu de l'investissement dans les PME permettrait d'aligner les incitations fiscales à l'investissement sur celles en vigueur chez nos voisins qui réussissent ;
- que le système actuel d'aides publiques à la recherche privée, consistant en des dépenses massives et désordonnées sous toutes les formes possibles (aides fiscales, aides directes) n'est probablement pas la meilleure des solutions, mais qu'il vaudrait mieux analyser l'impact des aides

existantes et redéfinir nos cibles prioritaires d'entreprises à aider (en termes de taille et de secteurs).

Si ce chemin ne serait assurément pas le plus facile à emprunter, il vaudrait néanmoins la peine d'être suivi tant seraient importantes les retombées pour l'innovation, la croissance et l'emploi.

## Références bibliographiques

- Acemoglu D., P. Aghion et F. Zilibotti (2006) : « Distance to Frontier, Selection and Economic Growth », *Journal of the European Economic Association*, vol. 4, n° 1, pp. 37-74.
- Aghion P., T. Fally et S. Scarpetta (2007) : « Credit Constraints as a Barrier to the Entry and post-Entry Growth of Firms », *Economic Policy*, n° 22/52.
- Altares (2006) : *Les comportements de paiement des entreprises en Europe : synthèse premier trimestre*. Disponible sur <http://www.altares.fr>
- Attali J. (2008) : *Rapport de la Commission pour la libération de la croissance française*, La Documentation française.
- Aubier M. et F. Cherbonnier (2007) : « L'accès des entreprises au crédit bancaire », *Trésor-Eco, Direction générale du Trésor et de la Politique économique*, n° 7.
- Avnimelech G., M. Kenney et M. et Teubal (2004) : « Building Venture Capital Industries: Understanding the US and Israeli Experiences », *BRIE Working Paper*, n° 160.
- Bach L. (2005) : *Dans quelle mesure les entreprises françaises font-elles face à des contraintes de crédit ? Estimation à partir des dispositifs d'aide au financement des PME (1991-2001)*, Mémoire de DEA de EHESS/Delta.
- Bartelsman E., S. Scarpetta et F. Schivardi (2003) : « Comparative Analysis of Firm Demographics and Survival: Micro-Level Evidence for the OECD Countries », *OECD Economic Department Working Papers*, n° 348.
- Betbèze J-P. et C. Saint-Étienne (2006) : *Une stratégie PME pour la France*, Rapport du CAE, n° 61, La Documentation française.
- Boutillier M. et J-C. Bricongne (2006) : « Évolution du taux d'intermédiation financière en France (1994-2004) », *Bulletin de la Banque de France*, n° 146.

- Boyer R. (2002) : *La croissance, début de siècle, De l'octet au gène*, Bibliothèque Albin Michel Economie.
- Cahuc P. et F. Kramarz (2004) : *De la précarité à la mobilité : vers une Sécurité sociale professionnelle*, Rapport au ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie et au ministre de l'Emploi, du Travail et de la Cohésion sociale, La Documentation française.
- Cherbonnier F., A. Épaulard et X. Payet (2006) : « Le droit des défaillances d'entreprises », *Diagnostics, Prévisions et Analyses Économiques, Direction générale du Trésor et de la Politique économique*, n° 101.
- Choi W. et Y. Kim (2003) : « Trade Credit and the Effect of Macro-financial Shocks: Evidence from US Panel Data », *IMF Working Paper*, n° WP/03/127.
- Cieply S. et B. Paranke (1998) : « Le rationnement des petites entreprises sur le marché du crédit : mythe ou réalité ? », *Revue Banque & Marchés*, n° 33, mars-avril, pp. 5-17.
- Cohen E. et J-H. Lorenzi (2000) : *Politiques industrielles pour l'Europe*, Rapport du CAE, n° 26, La Documentation française.
- Crépon B. et R. Duhautois (2004) : « Ralentissement de la productivité et réallocations d'emplois : deux régimes de croissance », *Économie et Statistique*, n° 367.
- Cytermann J-R., H. Guillaume, P. Balme, J-L. Dupont, M. Langlois-Berthelot, E. Macron, P-A. de Malleray et C. Szymankiewicz (2007) : *Rapport sur la valorisation de la recherche*, Inspection générale des Finances, Inspection générale de l'administration de l'Éducation nationale et de la Recherche, La Documentation française.
- Darmon C. et H. Pagenelle (2005) : « Patrimoine : quand les ménages prennent de l'assurance », *INSEE Première*, n° 1015, mai.
- Davydenko S. et J. Franks (2006) : « Do Bankruptcy Codes Matter? A Study of Defaults in France, Germany and the UK », *London Business School*. Disponible sur [http://papers.ssrn.com/Sol3/papers.cfm?abstract\\_id=647861](http://papers.ssrn.com/Sol3/papers.cfm?abstract_id=647861)
- Denis D.J. (2004) : « Entrepreneurial Finance : An Overview of the Issues and Evidence », *Journal of Corporate Finance*, vol. 10, n° 2, pp. 301-326.
- Diamond W. (1984) : « Financial Intermediation and Delegated Monitoring », *Review of Economic Studies*, vol. 51, n° 3, pp. 393-414.
- Dietsch M. et V. Golitin (2002) : « L'évolution des relations banques-entreprises dans les années quatre-vingt-dix », *Bulletin de la Commission bancaire*, n° 27.
- Dubocage E. et D. Rivaud-Danset (2006) : *Le capital-risque*, La Découverte, Coll. 'Repères'.
- Edmond F. (2006) : « Le coût du crédit aux entreprises », *Bulletin de la Banque de France*, n° 145, janvier, pp. 43-45.

- Federation of Small Businesses UK (2006) : « Lifting the Barriers to Growth in UK Small Businesses », *The Biennial Membership Survey*. Disponible sur <http://fsb.org.uk/>
- Foster L., J. Haltiwanger et C.J. Krizan (1998) : « Aggregate Productivity Growth: Lessons from Microeconomic Evidence », *NBER Working Papers*, n° 6803.
- France Biotech (2006) : *Panorama des biotechnologies en France*. Disponible sur <http://www.france-biotech.org>
- France Biotech (2007) : *Panorama des biotechnologies en France*. Disponible sur <http://www.france-biotech.org>
- Freear J., J. Sohl et W. Wetzel (2002) : « Angles on Angels: Financing Technology-Based Ventures. A Historical Perspective », *Venture Capital*, vol. 4.
- Gabrielli D., M. Housni-Fellah et V. Oung (2006) : *Les incidences de la réforme de l'usure sur les modalités de financement des petites et moyennes entreprises*, Rapport au Parlement. Résumé disponible dans le Bulletin de la Banque de France, n° 157, janvier 2007.
- Gorman M. et W.A. Sahlman (1989) : « What Do Venture Capitalists Do? », *Journal of Business Venturing*, vol. 4, n° 4, pp. 231-254.
- Guellec D. et B. Van Pottelsberghe (2003) : « The Impact Of Public RD Expenditure on Business RD », *Economics of Innovation and New Technology*, vol. 12, n° 3, pp. 225-244.
- Guillaume H. (1998) : *La technologie et l'innovation*, La Documentation française.
- Hege U., F. Palomino et A. Schwiendbacher (2008) : *Venture Capital Performance: The Disparity Between Europe and the United States*. Disponible sur : [http://search.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=482322](http://search.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=482322)
- Jensen M.C. et W.H. Meckling (1976) : « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structures », *Journal of Financial Economics*, n° 3, pp. 305-360.
- Kremp E. (2006) : *Rapport annuel de l'Observatoire des délais de paiement*, La Documentation française.
- Kremp E. et P. Sevestre (2000) : « L'appartenance à un groupe facilite le financement des entreprises », *Economie et Statistiques*, n° 336.
- La Porta R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer et R.W. Vishny (1998) : « Law and Finance », *Journal of Political Economy*, n° 106, pp. 1113-55.
- Lacroix R. (2007) : « Une analyse descriptive de l'impact des taux d'usure », *Banque de France, Note d'Étude et de Recherche*.
- Landier A. et Thesmar D. (2007) : *Le grand méchant marché, décryptage d'un fantasme français*, Flammarion.

- Levenson A.R. et K.L. Willard (2000) : « Do Firms get the Financing They Want? Measuring Credit Rationing Experienced by Small Businesses in the US », *Small Business Economics*, vol. 14, pp. 83-94.
- Levine R. (2004) : « Finance and Growth: Theory and Evidence » in *Handbook of Economic Growth*, Aghion et Durlauf (eds), Elsevier Science.
- Nahmias L. (2007) : « Groupes de sociétés et analyse du tissu productif : enjeux et premiers constats », *Bulletin de la Banque de France*, n° 159.
- OES (2003) : « SMEs and Access to Finance », *Observatory of European SMEs*, n° 2.
- Passet O. et R. du Tertre (2005) : *Promouvoir un environnement financier favorable au développement de l'entreprise*, Miméo, Commissariat général du Plan.
- Pastré O. (2006) : *Les enjeux économiques et sociaux de l'industrie bancaire*, rapport pour le ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, Comité consultatif du secteur financier, La Documentation française.
- Philippon T. et N. Véron (2008) : « Financing Europe's Fast Movers », *Bruegel Policy Brief*, n° 2008/01.
- Picart C. (2003) : « La remontée de l'endettement des grands groupes français à la fin des années quatre-vingt-dix », *Économie et Statistiques*, n° 363-364-365.
- Picart C. (2004) : « Le tissu productif : renouvellement à la base et stabilité au sommet », *Économie et Statistiques*, n° 371.
- Picart C. (2006) : « Poids et dynamique des PME : encore beaucoup d'incertitudes », *Horizons bancaires, Crédit Agricole*, n° 336, décembre.
- Rouquet O. (1999) : « Le rôle central du pyramidage du tissu industriel », *Note GRES*, Université de Paris-Dauphine.
- Sapir A., P. Aghion, G. Bertola, M. Hellwig, J. Pisani-Ferry, D. Rosati, J. Vinals et H. Wallace (2003) : *An Agenda for a Growing Europe, Making the EU Economic System Deliver*, Oxford University Press.
- Sauvé A. et M. Scheuer (1999) : *Modes de financement des entreprises allemandes et françaises*, Projet de recherche commun de la Deutsche Bundesbank et de la Banque de France.
- Scarpetta S., P. Hemmings, T. Tressel et J. Woo (2002) : « The Role of Policy and Institutions for Productivity and Firm Dynamics : Evidence from Micro and Industry Data », *OECD Working Paper*, n° 329.
- Stiglitz J. et A. Weiss (1981) : « Credit Rationing with Imperfect Information », *American Economic Review*, n° 71, pp. 393-410.

## Remerciements

Les auteurs adressent leurs plus vifs remerciements à l'ensemble de ceux qui les ont aidés dans le travail préparatoire à ce rapport, qui leur ont fait part de leur expérience ou de leur éclairage technique, ou qui ont participé à sa relecture. En particulier :

*Laurent Arthaud*

Directeur général délégué 'Nouveaux développements', CDC Entreprises

*Daniel Balmisse*

Directeur général délégué 'Fonds de fonds nationaux', CDC Entreprises

*Charles Beigbeider*

Président directeur général, POWEO, Président de la Commission 'Recherche, innovation et nouvelles technologies', MEDEF

*Xavier Bommart*

*Head of Sales Domestic Listing, NYSE Euronext*

*Martine Charbonnier*

*Executive Director Listing & Issuer, NYSE Euronext*

*Frédéric Cherbonnier*

Fondation Jean-Jacques Laffont, Toulouse

*Élie Cohen*

Économiste

*Jérôme Gallot*

Président, CDC Entreprises,

*Annie Geay*

Directrice de l'innovation, OSÉO

*Philippe Jurgensen*

Président, Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles (ACAM)

*Pascal Labet*

Directeur, Service économique et fiscal, CGPME

*Gilles Mougenot*

Président, Argos Soditic France, ancien Président, Association française des investisseurs en capital (AFIC)

*Jean-Paul Palasz*

Sous-directeur 'Innovation et développement industriel', Service des Politiques d'innovation et de compétitivité, Direction générale des entreprises, ministère de l'Économie, des Finances et de l'Emploi

*Michel Pébereau*

Président, Conseil d'administration de BNP Paribas

*Claude Picart*

Chargé d'études, Département de l'action régionale, INSEE

*Luc Poyau*

CroissancePlus

*Claude Rameau*

Co-président, France Angels

*Jean-François Roubaud*

Président, Confédération générale des petites et moyennes entreprises (CGPME)

*Luc Rousseau*

Directeur général, Direction générale des entreprises, ministère de l'Économie, des Finances et de l'Emploi

*Geoffroy Roux de Bézieux*

Président, CroissancePlus, Président, Virgin Mobile

*Jean-Bernard Schmidt*

Président fondateur, directeur associé, SOFINNOVA Partners

*Thomas Serval*

Président directeur général, Baracoda, Vice-président, Comité Richelieu

*David Sraer*

Économiste, University of California, Berkeley

*David Thesmar*

Économiste, professeur associé de finance et d'économie, HEC

*Nicolas Véron*

Économiste, Research Fellow, Bruegel

## Commentaire

**David Thesmar**

*Professeur associé, HEC*

Pour l'économiste relativement jeune que je suis, le sujet du financement des PME, un peu comme celui de la formation continue, semble faire partie de ces sujets aussi anciens que la politique économique elle-même. Dans les années soixante-dix déjà, le choc pétrolier avait conduit le Trésor à multiplier les interventions permettant de stimuler l'investissement des entreprises françaises, à travers les prêts bonifiés, les fonds *ad hoc*, ou son circuit privilégié de banques. Il s'agissait alors non seulement de soutenir la demande globale mais aussi d'encourager les entreprises françaises à s'équiper d'ordinateurs, ou de les aider dans leurs restructurations, que l'on savait déjà nécessaires pour faire face à la concurrence internationale. Un certain nombre de ces dispositifs ont été démantelés pendant les années quatre-vingt car :

- ils étaient trop complexes ;
- le processus de libéralisation financière mis en place au milieu des années quatre-vingt a, en partie, porté ses fruits.

Plus récemment, ce sujet s'est quelque peu transformé : le constat partagé maintenant est que la France manque de grosses PME et de PME innovantes. La faute en incombe en partie au système financier, qui ne sait pas, ou ne peut pas, financer la transformation de nos petites entreprises en grandes PME. L'économie française semble donc souffrir d'un problème de financement. Le constat est largement partagé, des économistes aux entrepreneurs, en passant par les pouvoirs publics. Et les initiatives publiques visant à combler ce déficit de financement se sont multipliées.

Le mérite de ce rapport est double : il se donne la peine d'essayer d'établir le fait et il propose des pistes originales de réflexion pour fluidifier le financement des PME françaises. Ce commentaire exprime mes doutes sur le constat, ainsi que sur certaines des préconisations, mais n'enlève rien aux qualités du rapport, tant sur le diagnostic que sur l'originalité de l'analyse.

## 1. Les faits

Le rapport part d'un double constat. Premièrement, la France semble avoir peu de « grosses » PME, de ces entreprises qui peuvent devenir les champions nationaux de demain. Donc, peu de renouvellement et peu de création d'emploi, puisque la contribution des jeunes entreprises à la croissance de l'emploi est typiquement importante. Le renouvellement du tissu productif, « schumpétérien », est important pour l'emploi, et il ne s'opère pas assez en France. Jusque-là, un constat très partagé, déjà mentionné par le conseil d'analyse économique.

Second constat, basé sur des données microéconomiques de l'INSEE : la France manque de grosses PME parce que les banques les financent trop peu. Les arguments sont les suivants :

- les entreprises appartenant à des groupes croissent plus vite ;
- le fort mouvement d'assainissement des bilans des entreprises françaises ne s'est pas suivi d'une augmentation de l'investissement, mais d'une reconstitution de leur trésorerie ;
- la contribution de la dette de court terme au financement des entreprises françaises est plus faible qu'en Allemagne ou aux États-Unis ;
- le capital-risque et l'accès aux marchés de capitaux des petites sociétés sont moins développés qu'outre Manche ou outre-Atlantique ;
- les taux d'intérêt sur crédits consentis aux PME sont inférieurs aux taux actuariels tels qu'estimés par la Banque de France, autrement dit : les banques ne prêtent tout simplement pas aux PME risquées.

Ces arguments sont indirects, et donc contestables. Les auteurs eux-mêmes le reconnaissent. Le problème essentiel est qu'il est difficile de dire si le moindre accès au financement externe de la part des PME françaises est un effet d'offre ou de demande. Est-ce que le capital-risque est moins développé en France parce que les PME innovantes sont rationnées, ou parce qu'elles sont moins nombreuses ? Est-ce que les entreprises françaises s'endettent peu parce qu'elles investissent peu, ou le contraire ? Est-ce que les groupes apportent à leurs filiales du financement, ou des projets ?

Cette distinction est très importante, car si les PME françaises manquent de projets (par manque de R&D, par manque de concurrence, par manque de capital humain ou toute autre raison de ce type), il est inutile de chercher à les financer davantage. Toute augmentation des crédits ordonnée par la puissance publique (via la BEI, la CDC, OSÉO, etc.) se traduira mécaniquement par un effet d'aubaine (dont bénéficieront les banques ou les entreprises emprunteuses), sans aucun effet sur l'investissement total. L'effet pourrait être même plus pervers, rappelant les belles heures de l'économie d'endettement des années soixante-dix. Inondé de capitaux, le système financier prêterait davantage, pour des projets non rentables aux taux de marché. On aboutit alors à une mauvaise allocation de l'épargne nationale, à une accumulation d'entreprises peu rentables et surendettées, en

plus d'une perte sèche pour le contribuable. Heureusement, les critères de Maastricht rendent ce dernier scénario improbable.

Rappelons à ce sujet, comme le font eux-mêmes les auteurs, que si les PME sont contraintes sur le marché du crédit, ce sont pour des raisons profondes que l'intervention publique ne saurait pallier en injectant davantage d'argent. Les banquiers, même les mieux informés, en savent toujours moins que les emprunteurs sur la viabilité des projets d'investissement. Cette *asymétrie d'information* dissuade les banquiers de prêter, même pour de bons projets car ils ne sont pas sûrs qu'ils soient bons. La puissance publique ne peut remédier à ce phénomène de rationnement intrinsèque (illustré ci-dessus) qu'en réduisant le fossé informationnel entre entrepreneur et investisseur. Donner davantage d'argent aux banques, ou garantir leur crédit ne change rien et aboutit à un gâchis d'argent public sans résultat sur l'économie.

Les dispositifs d'aides au financement des PME sont multiples. Il aurait été intéressant d'en connaître le *coût budgétaire*, et l'*efficacité*. Malheureusement, dans ce domaine comme beaucoup d'autres, le déficit d'évaluation est quasi-total. Le coût budgétaire de l'ensemble des dispositifs en place reste à établir. Concernant l'évaluation des programmes, le seul exemple que je connaisse est une étude rédigée à l'INSEE par Lelarge, Sraer et Thesmar (2008), qui propose une évaluation du dispositif OSEO garantie (à l'époque SOFARIS). Il convient de rappeler qu'il s'agit d'une étude sur données anciennes (milieu des années quatre-vingt-dix) et de saluer l'effort de transparence fait par OSEO en donnant aux chercheurs accès à ses données.

En 1995, le dispositif public de garantie de crédit a été augmenté considérablement, tout en étant ouvert à de nouveaux secteurs d'activité. Des entreprises sont soudain devenues éligibles, et ont pu s'offrir la garantie de SOFARIS. Que leur est-il arrivé ? Les estimations sont fragiles, mais font apparaître une accélération de la croissance des entreprises ainsi assurées, suggérant qu'effectivement celles-ci avaient besoin de fonds pour se développer. Mais simultanément, leur taux de défaut s'est accru de près de 20 % ! Au total, l'étude conclut que le triplement des fonds accordés à SOFARIS garantie n'a abouti à aucune création d'emploi. Comme l'avaient prouvé Stiglitz et Weiss (1981), les PME sont rationnées sur le marché du crédit parce que trop de crédit les poussent à prendre trop de risque. Anticipant cela, les banquiers limitent spontanément leurs crédits aux entreprises, même si en théorie (si les entreprises pouvaient s'engager à demeurer vertueuses) ces crédits pourraient financer des investissements rentables. On retrouve la logique du paragraphe précédent : si les entreprises sont contraintes sur le marché du crédit, c'est qu'il existe une très bonne raison à cela. Toute intervention publique se heurte au problème d'asymétrie d'information sans le résoudre. Bien entendu, les résultats de cette analyse sont trop fragiles pour les pousser à fond, tout au plus peut-on en conclure qu'on ne trouve pas d'effet positif de ce dispositif sur l'emploi dans les années quatre-vingt-dix. Mais ils illustrent combien le besoin d'évaluation dans le domaine est criant.

Deuxième doute : l'étude des cibles d'opération de LBO. Dans un complément au rapport du CAE « *Private equity* et capitalisme français », avec Boucly et Sraer (2008) nous avons étudié le destin des entreprises françaises reprises par des fonds de *private equity*. Après l'opération, et comparées à un groupe témoin d'entreprises comparables et restées indépendantes, nous observons une très forte croissance de l'emploi, signe d'un développement (en moyenne) induit par le changement d'actionnaire. Pourtant, la taille du bilan ne change pas. Cela suggère, sans le démontrer, que ces entreprises peuvent se développer rapidement, sans besoin de capital supplémentaire.

En matière de déficit d'accès des PME au financement, le juge de paix ultime est évidemment la comparaison internationale. Les auteurs s'y hasardent, mais utilisent des sources distinctes et donc peu comparables. La seule étude harmonisée que je connaisse a été réalisée en 2005 par la commission européenne (Flash EB 174, *SME Access to Finance*). Un sondage a été réalisé auprès d'un échantillon représentatif de petites entreprises de tous les pays de l'UE-15. À la question : « would you say that in general your company's current financing is sufficient to see your projects through ? », 77 % des entrepreneurs interrogés dans l'UE-15 répondent : « oui ». En France, cette fraction est au-dessus de la moyenne (83 %) ce qui place notre pays 7<sup>e</sup> sur 15, derrière la Finlande, le Royaume-Uni (91 %) ou l'Espagne, mais devant la Suède ou l'Allemagne, pourtant paradis de la *Hausbank*. Si ce sondage ne fait pas apparaître de pathologie française, il ne faut pas non plus le surinterpréter. Le fait d'avoir opté pour des échantillons représentatifs aboutit à « surpondérer » les petites entreprises (du point de vue de l'emploi). En France par exemple, plus d'un million d'entreprises n'ont pas de salarié. Dès lors, probablement une grande partie des entreprises interrogées sont de toutes petites unités, sans ambition de croissance, et pour qui la finance externe, voire les introductions en bourse sur Alternext ne sont pas un sujet...

On le voit : il est difficile d'affirmer, en l'état actuel des connaissances, que les PME françaises aient des difficultés de financement particulières. Il est encore plus délicat d'affirmer que le financement des PME constitue un enjeu de politique économique de premier ordre.

## 2. Les remèdes

Certaines des pistes explorées par le rapport sont discutables. Celle qui consiste, par exemple, à contraindre les gestionnaires d'assurance-vie à investir dans le capital-risque, est probablement celle qui suscite chez moi le plus d'incrédulité (il faut reconnaître que les auteurs ne demandent que le renforcement d'un dispositif déjà existant). Cette mesure repose sur deux hypothèses alternatives, également inavouables :

- première possibilité : les gérants de ces fonds se refusent à investir dans un actif pourtant rentable. Cela est difficile à croire, d'autant qu'il

s'agit de professionnels de la finance, à la recherche de rendement car leur rémunération en dépend. Si pourtant il s'avérait que ces dirigeants refusaient à leurs épargnants les placements les plus rentables, il serait alors difficile de justifier les aides fiscales dont bénéficient ces placements (plus de 2 milliards d'euros par an selon Bercy) ;

- seconde possibilité, plus crédible : L'investissement en capital-risque n'est pas rentable, et c'est pourquoi ces gestionnaires ne le font pas spontanément. Il est vrai que les études existantes (Phalippou et Gottschalg, 2008 et Driessen, Lin et Phalippou, 2008) trouvent que cette classe d'investissement est moins rentable que l'investissement en bourse, surtout lorsqu'on ajuste du risque. La réalité est qu'il y a une hétérogénéité énorme (Kaplan et Schoar, 2005), et qu'aux États-Unis du moins certains fonds stars, ultra-fermés aux investisseurs, accumulent les succès et tirent la moyenne vers le haut. Généralement, ces fonds ont comme investisseurs les dotations des grandes universités américaines, et accèdent ainsi de manière privilégiée à la R&D qui y est produite (Lerner, Schoar et Wong, 2007). Mais si l'investissement en capital-risque n'est pas rentable, cela signifie que l'investissement dans les PME ne permet pas de rémunérer l'investisseur au taux de marché. Il n'y a dans ce cas pas de contrainte de crédit, et toute injection d'épargne supplémentaire aboutira à une utilisation inefficace de l'épargne des Français.

Autre piste explorée dans le rapport, et plus intrigante celle-ci (bien que pas entièrement nouvelle non plus) : celle de la dette mezzanine. Le rapport se demande dans quelle mesure ce type de prêt, bien adapté aux PME risquées car fortement rémunérateur en cas de succès, ne serait pas trop peu développé en France. En cela, il suit une piste également développée dans une étude réalisée par Philippon et Véron (2008). Malheureusement, les faits sont maigres : le rapport se contente d'évoquer un « développement insuffisant en France », mais on aimerait en savoir plus.

À mon avis, le premier grand mérite du rapport est d'attirer l'attention des décideurs sur la question de la loi des faillites, qui en France soulève des questions. Les études empiriques existantes dans la littérature académique distinguent deux dimensions dans la loi des faillites. La première est la priorité accordée aux différents créanciers en cas de liquidation. La seconde est la nature du contrôle de l'entreprise pendant le processus précédant la liquidation (liquidateur, cour de justice, management, créancier hypothécaire). Ces deux dimensions sont fortement corrélées, quand on compare les pays entre eux, avec le montant total de crédit/PIB (Djankov, McLiesh et Shleifer, 2007), mais aussi avec la maturité du contrat de dette typique (Qian et Strahan, 2006). De ces études, il apparaît que la meilleure loi sur les faillites est celle qui transfère immédiatement le contrôle de l'entreprise en cessation de paiement à ses créanciers hypothécaires, et leur donne la priorité en cas de liquidation. Ce phénomène n'est aucunement paradoxal : assurés d'être remboursés, les prêteurs sont plus confiants. Et si l'entreprise en cessation de paiement mérite de ne pas être liquidée, le

créancier hypothécaire retirera un rendement plus important à éviter la liquidation. Le créancier hypothécaire n'est donc, a priori, pas moins raisonnable que la puissance publique bienveillante incarnée dans le juge de tribunal de commerce. C'est d'ailleurs ce que la comparaison empirique entre la France, l'Allemagne et le Royaume-Uni de Davydenko et Franks (2006) citée dans le rapport confirme (même si l'interprétation de ses résultats demande quelques précautions).

Dans ces deux dimensions, la France est mal notée, et la loi de sauvegarde votée en 2005 a été plutôt dans le mauvais sens : en laissant le contrôle de l'entreprise à son patron pendant la procédure de sauvegarde, et en rétrogradant le prêteur hypothécaire dans la liste des créanciers servis en cas de faillite, cette loi a probablement rendu les créanciers hypothécaires marginalement plus frileux. De ce point de vue, une réforme profonde de la loi des faillites, impliquant le renoncement de l'AGS à son super-privilege, serait une bonne chose pour dynamiser le marché du crédit, comme le recommande le rapport.

Seconde pépite du rapport, la référence à l'affacturage, qui permet à une entreprise d'échanger ses créances clients contre des liquidités, un moyen particulièrement efficace de réduire le besoin en fonds de roulement dans un pays où les délais de paiement sont très longs, et où les créances clients constituent environ 700 milliards d'euros ! À nouveau, le constat est encore préliminaire, mais il indique que ce type de service est peu développé en France. Il serait intéressant de comprendre pourquoi c'est le cas. Une possibilité serait que seules les banques peuvent exercer cette profession, ce qui semble être une spécificité française...

## Références bibliographiques

- Boucly Q., D. Sraer et D. Thesmar (2008) : « Les effets réels des LBO : une étude du marché français entre 1994 et 2004 » in *Private equity et capitalisme français*, Rapport du CAE, n° 75, La Documentation française.
- Davydenko S.A. et J.R. Franks (2006) : « Do Bankruptcy Codes Matter? A Study of Defaults in France, Germany and the UK », *ECGI Finance Working Paper*, n° 89/2005.  
Disponible sur <http://ssrn.com/abstract=647861>
- Djankov S., L. Mcleish et A. Shleifer (2007) : « Private Credit in 129 Countries », *Journal of Financial Economics*, vol. 84, n°2, pp. 299-329.
- Driessen J., Tse-Chun Lin et L. Phalippou (2008) : « A New Method to Estimate Risk and Return of Non-Traded Assets from Cash Flows: The Case of Private Equity Funds », *Document de Travail NBER*, n° W14144.
- Kaplan S. et A. Schoar (2005) : « Private Equity Performance: Returns Persistence and Capital Flows », *Journal of Finance*, vol. 60, n° 4, août, pp. 1791-1823.
- Lelarge C., D. Sraer et D. Thesmar (2008) : « Credit Constraints and Entrepreneurship: Evidence from the French Loan Guarantee Program » in *International Differences in Entrepreneurship*, Lerner Schoar (eds), University of Chicago Press.
- Lerner J., A. Schoar et W. Wong (2008) : « The Limited Partner Puzzle: Smart Institution, Foolish Choices », *Journal of Finance*, vol. 62, n° 2, pp. 731-764.
- Phalippou L. et O. Gottschalg (2008) : « The Performance of Private Equity Funds », *Review of Financial Studies*.
- Philippon T. et N. Véron (2009) : « Financing Europe's First Movers », *Buegel Policy Brief*, n° 2008/01.
- Qian J. et P.E. Strahan (2006) : « How Law and Institutions Shape Financial Contracts: The Case of Bank Loans », *AFA 2005 Philadelphia Meetings Paper*. Disponible sur <http://ssm.com/pabstrac=501662>
- Stiglitz J. et A. Weiss (1991) : « Credit Rationing with Imperfect Information », *American Economic Review*, n° 71, pp. 393-410.



## Commentaire

**Philippe Trainar**

*Économiste en chef, SCOR*

Le rapport de Grégoire Chertok, Pierre-Alain de Malleray et Philippe Pouletty présente l'intérêt d'allier une analyse fouillée à une bonne expérience. Il met clairement en évidence la contribution des PME, notamment des PME appartenant à un groupe, à la création d'emplois. Il souligne le trou existant dans le tissu industriel français au niveau des PME de taille intermédiaire. Très judicieusement, il s'inquiète du déclin des PME indépendantes par rapport au PME appartenant à un groupe. On regrettera toutefois l'absence d'un bilan économique raisonné sur les causes de cette évolution. Il met en évidence la moindre contribution des PME au renouvellement des structures. Il pointe la diminution des financements bancaires au profit des financements de marché. Il propose, enfin, une analyse très éclairante du relatif sous-développement du capital-risque français par rapport au capital-risque anglais, dont il attribue la cause à l'insuffisance d'équipes expérimentées et à l'absence d'environnement porteur, en matière de culture d'entreprise, de coût de l'échec entrepreneurial, de soutien à la recherche et de tissu de « *business angels* ».

Ce rapport n'est pas seulement pertinent dans l'analyse mais aussi dans les propositions qu'il avance, notamment celles d'entre elles qui visent à améliorer l'articulation entre recherche et industrie, à renforcer l'organisation de la recherche elle-même (autonomie des universités, financement par OSÉO-Innovation), à réformer l'ISF et à développer un réseau de « *business angels* », encore que l'idée de labelliser ceux-ci paraisse assez curieuse pour un secteur dont on a coutume de penser que son avantage comparatif réside justement dans son caractère peu ou pas bureaucraté. Le rapport fait surtout une analyse particulièrement intéressante, quoique trop rapide, des limites du droit des faillites et de la nécessité de le réformer, en remettant notamment en cause le superprivilège de l'AGS, qui est aujourd'hui arbitraire et préjudiciable à la survie des PME ainsi qu'à leur

financement. Le rapport présente une proposition solide et argumentée, sur les plans tant analytique que pratique, en vue de corriger le rationnement du marché des garanties, en développant la garantie d'OSÉO.

Toutefois, certaines propositions, de fait guidées par des considérations catégorielles de court terme, paraissent contestables d'un point de vue de stricte efficacité économique.

La proposition de redéployer vers les PME les aides à la R&D, qui seraient, selon le rapport, trop concentrées sur des grandes entreprises, ne repose sur aucune argumentation économique convaincante :

- si ces aides servent à éclairer et inciter des acteurs trop timorés à investir dans la recherche, il n'y a sûrement aucune raison de les cibler sur les PME, car c'est alors un problème tout autant de PME que de grande entreprise ;
- si elles servent à compenser des obstacles nationaux précis, culturels ou politiques, il n'y a là aussi aucune raison de les profiler en fonction inverse de la taille sauf à démontrer que ces obstacles seraient eux-mêmes inversement proportionnels à la taille, ce que ne fait pas le rapport ;
- s'il s'agit de compenser le fait que les PME, en raison même de leur taille, auraient plus de difficultés à faire de la R&D, pourquoi dépenser en vain les deniers publics à soutenir le développement des PME dans un domaine où elles n'auraient aucun avantage comparatif.

La conclusion, qui s'impose à l'analyse consiste donc soit à n'accorder d'aide à la R&D à aucune catégorie d'entreprise particulière soit à l'accorder à toutes les entreprises dans les mêmes conditions, ce qui a été la décision du gouvernement dans la récente réforme du crédit d'impôt recherche. Le seul argument en faveur d'un ciblage sur les PME est l'argument juridique, que notent les auteurs : le crédit d'impôt recherche est le seul mécanisme d'aide générale et permanente aux entreprises, que l'Union européenne autorise. Il n'en demeure pas moins que, même si l'on tient compte de cette contrainte juridique, l'intérêt de la mesure est contingent à la nécessité d'aider les PME, qui ne repose sur aucun fondement économique convaincant.

La proposition visant à développer Alternext pour lui permettre d'atteindre la taille critique, qui est celle de l'Alternative Investment Market, est judicieuse mais elle aurait pu être quelque peu plus développée. Il aurait été intéressant de préciser la ou les faiblesses de marché à corriger précisément. Il serait très probablement apparu que le principal obstacle au développement d'Alternext est sa taille et que tant qu'Alternext n'aura pas acquis une taille européenne, il est inutile d'en attendre plus qu'un apport de second ordre pour le financement des PME. Certes, on fait souvent valoir l'existence d'obstacles insurmontables à l'eupéanisation d'Alternext. Soit, mais il faut alors accepter qu'Alternext ne joue qu'un rôle marginal car il n'y a pas d'alternative à la taille critique, comme le montrent les marchés

existants qui ont réussi, c'est-à-dire les marchés américains et anglais. Le test de la crise actuelle sera d'ailleurs intéressant pour savoir si ces marchés offrent une alternative durable.

La proposition visant à réorienter une fraction significative des actifs gérés par les sociétés d'assurance-vie vers les titres d'entreprises innovantes ne repose, elle aussi, sur aucun argument économique. S'il n'est pas difficile de comprendre que les PME ne pourraient que bénéficier d'un investissement plus important des assureurs, on doit regretter que le rapport n'aille pas au-delà de ce constat et ne s'interroge pas sur les causes objectives de cette situation, notamment sur le fait de savoir si c'est plutôt la gestion des assureurs qui est en cause ou l'environnement économique et social ou encore les spécificités du service d'assurance par rapport à la nature de la classe d'actifs PME. De fait, la suggestion du rapport souffre de deux limites principales :

- la proposition sous-entend que les assureurs auraient une mauvaise gestion d'actifs alors qu'un rapport précédent du Conseil d'analyse économique sur le *private equity* aboutissait à la conclusion opposée, suggérant même que l'application d'un modèle de portefeuille optimal appliqué aux nouvelles normes prudentielles européennes d'assurance, connues sous le label de Solvabilité II, conduirait à une révision à la baisse de l'objectif souscrit par les assureurs d'investir 2 % de leurs actifs dans les entreprises non cotées ou cotées sur un marché non réglementé ; de fait, c'est en termes de portefeuille optimal que le rapport aurait dû raisonner ; il est d'ailleurs étonnant qu'à aucun moment le rapport ne s'interroge sur la pertinence des exigences en capital requises par Solvabilité II sur les investissements dans des entreprises non cotées ; or, ces charges atteignent 45 %, soit 50 % de plus que pour les actions cotées ;
- la proposition se focalise sur l'assurance-vie alors même que la durée des passifs d'assurance-vie est inférieure à celle des produits d'assurance-non-vie lorsque l'on inclut comme il se doit toutes leurs options cachées, notamment celles d'entre elles qui sont imposées par la loi, comme l'option de rachat ; de fait, c'est l'assurance-non-vie, et non l'assurance-vie, qui investit les montants relatifs les plus élevés dans les entreprises non cotées, tout simplement parce que la durée moyenne de son passif est plus élevée et, surtout, parce qu'une fraction significative de son passif est à très long terme (comme en matière de rentes d'invalidité et de responsabilité civile) et qu'elle peut donc être plus efficacement couverte par une classe d'actif comme le *private equity* ; très probablement, les auteurs confondent assurance-vie et fonds de pension, alors que la durée d'un fonds de pension est six fois plus longue et n'offre aucune possibilité de sortie anticipée.

J'ajoute que le constat d'insuffisance des fonds investis par les assureurs dans les PME est fondé sur un bilan statistique dépassé. Le bilan détaillé des sociétés d'assurance fait en effet ressortir aujourd'hui un investissement des assureurs dans les PME de l'ordre de 13 milliards d'euros.

Concernant les délais de paiement, le rapport souligne avec raison les problèmes du marché de l'affacturage et de sa structure monopolistique. Sur cette base, il avance l'hypothèse d'une incitation fiscale à l'affacturage. Autant, on peut comprendre le recours éventuel à une intervention publique en vue de mieux réguler la concurrence sur ce marché, autant on ne voit pas bien pourquoi celle-ci prendrait la forme d'une incitation fiscale et pourquoi d'autres mécanismes de couverture du risque de contrepartie ne bénéficieraient pas d'une incitation fiscale eux aussi. Il faudrait, au contraire, éviter d'utiliser la fiscalité pour compenser les dysfonctionnements d'un marché qui pourrait être corrigé par d'autres moyens (politique de la concurrence plus active par exemple).

On a parfois l'impression que certaines propositions du rapport reposent sur l'équation entre sous-performance de certaines PME et sous-performance des PME puis entre celle-ci et défaillance de marché, avec pour corollaire la nécessité d'une intervention égalisatrice de l'État, sous la forme de subventions fiscales etc. Or, cette moindre efficacité des PME ou de certaines PME, ne reflète pas nécessairement une discrimination à l'encontre de la taille et une défaillance de marché mais, plus simplement, des désavantages compétitifs des PME concernées, dont il faut souligner qu'ils sont compensés par des avantages compétitifs fort bien pris en compte par le marché. Les propositions mentionnées ci-dessus auraient gagné à être étayées par une analyse économique permettant de faire la part des choses entre ce qui fait partie des désavantages compétitifs de la taille (et il faut bien qu'il y en ait) et ce qui relève de distorsions de concurrence à l'encontre de la taille, du fait d'un profilage inadapté de certaines mesures publiques ou d'une structure insuffisamment concurrentielle des marchés sur lesquels opèrent plus particulièrement les PME.

## Complément A

# Les PME françaises : rentables mais peu dynamiques ?

**Claude Picart**

*Département de l'emploi, Direction de l'animation,  
de la recherche et des études statistiques (DARES)*

Les PME<sup>(1)</sup> créent de l'emploi mais on souhaiterait qu'elles en créent encore plus et on s'interroge alors sur les obstacles à cette forte croissance. La croissance passe par l'investissement et parmi les obstacles invoqués au faible dynamisme de l'investissement des PME figurent une insuffisante rentabilité et des contraintes de financement. Cette étude mobilise les données comptables sur les sociétés collectées à l'INSEE afin d'apporter quelques éclairages sur ces questions.

S'il est difficile de porter un jugement global sur la relation entre la rentabilité des PME et leur investissement – qui se décide en fonction de la rentabilité future espérée – on peut comparer la rentabilité des PME à celles des autres entreprises et comparer la rentabilité des PME d'aujourd'hui à celle des PME d'hier. La comparaison entre rentabilités courantes des PME et des autres entreprises sera l'objet de la première partie. Elle montrera que les PME jouissent en moyenne d'une rentabilité supérieure à celle de la moyenne des entreprises. La seconde partie est consacrée à l'évolution des PME sur quinze ans. Il apparaît que la rentabilité s'est améliorée au cours de ces quinze années.

---

(\*) Division Synthèse des statistiques d'entreprises de l'INSEE, lors de la rédaction de ce complément.

(1) On appelle PME, des entreprises – sociétés indépendantes ou groupes de sociétés – de moins de 250 salariés. Sont exclues du champ de l'étude les entreprises individuelles et du champ des PME les entreprises sans salariés.

Le caractère positif de ces constats peut évidemment être nuancé. On verra notamment que cette rentabilité découle surtout de la jeunesse de ces entreprises plus que de leur statut de PME proprement dit. On peut aussi mettre en avant le fait qu'une forte rentabilité peut découler d'effets de sélection : diverses barrières au développement des entreprises peuvent conduire à ce que seules les plus rentables arrivent à franchir les premières étapes de leur existence. Une forte rentabilité moyenne peut aussi cacher d'importantes disparités. Mais un message subsiste : pour ces PME qui ont réussi à se créer et à survivre, la faiblesse de la rentabilité moyenne ne peut être invoquée pour justifier la faiblesse de l'investissement. Or on observe bien un déficit d'investissement.

Celui-ci découle-t-il plutôt du deuxième obstacle qui a été cité, l'existence de contraintes de financement ? Ces contraintes ne pourront être abordées directement dans ce texte. Il est en effet difficile d'identifier avec les seules données comptables les entreprises contraintes financièrement. La corrélation positive entre capacité d'autofinancement et investissement peut certes être interprétée comme un signe de contrainte de financement – si elles n'ont pas accès à des financements externes les entreprises à faible capacité d'autofinancement n'investissent pas – mais elle peut aussi découler d'effets idiosyncrasiques propres à chaque firme – les firmes qui dégagent des flux d'autofinancement importants sont aussi celles qui ont des projets d'investissement rentables.

Dans ce texte, on se limitera plutôt à examiner ce que font les PME de ces nouvelles ressources qui ne sont pas investies. On constate une accumulation de trésorerie plus marquée que pour les autres entreprises, dont la fonction principale est de permettre de faire face à des chocs négatifs sans appel aux concours bancaires. Une fois encore, ceci n'exclut pas l'existence de PME contraintes par le crédit. De plus, « le renforcement des structures financières ne préjuge pas de l'adéquation de la quantité de fonds propres dont disposent les entreprises françaises, existantes ou à créer, aux besoins en matière de croissance et d'emploi » (CNCT, 1999).

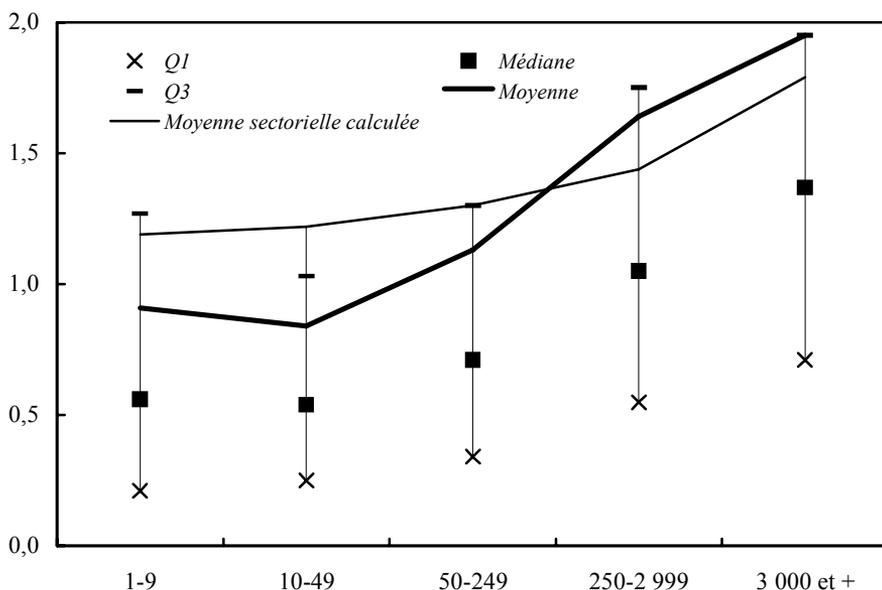
La troisième partie abordera pour finir la question de la contribution des PME à l'emploi. Même si les PME investissent peu, elles n'en restent pas moins l'un des foyers principaux de créations d'emploi. Les constats sur l'emploi des PME sont souvent faussés par le fait que les plus dynamiques d'entre elles, en grandissant, sortent du champ des PME. On proposera donc un cadrage plus précis de cette contribution des PME à l'emploi en croisant la lecture par strate de taille à une lecture prenant en compte les trajectoires des entreprises.

# 1. Les PME sont plus rentables que les grandes entreprises

## 1.1. Les PME : des entreprises à relativement faible intensité capitalistique

La principale caractéristique des PME, outre leur taille, est leur faible intensité capitalistique (immobilisations non financières/VA). Si les TPE ne se distinguent guère des PE que par la plus grande dispersion de ce ratio, à partir de 10 salariés l'intensité capitalistique est nettement corrélée avec la taille (graphique 1). Certes les PME sont plus nombreuses dans les secteurs les moins capitalistiques, mais cela n'explique pas tout : si chaque PE avait le ratio moyen de son secteur, l'intensité capitalistique de l'ensemble des PE serait de 1,22. Ce ratio calculé pour tenir compte de l'effet sectoriel est plus proche de celui de l'ensemble des firmes (1,50) que de celui effectivement observé pour les PE (0,84).

1. Intensité capitalistique (K/VA) par tranche de taille



*Lecture* : Un quart (Q1) des petites entreprises (10 à 49 salariés) ont un ratio K/VA  $\leq 0,25$ , la moitié ont ce ratio  $\leq 0,54$  et un quart (Q3) ont une intensité capitalistique  $\geq 1,03$ . L'intensité capitalistique moyenne des petites entreprises est de 0,84. Si ces entreprises avaient le ratio K/VA moyen de leur secteur, alors l'intensité capitalistique moyenne des petites entreprises serait de 1,22.

*Source* : Données d'entreprises, INSEE.

Avec une plus faible intensité capitalistique, la part de la VA servant à rémunérer le capital doit être moins élevée. On peut donc s'attendre à ce que le taux de marge (EBE/VA), parfois utilisé à tort comme un *proxi* de la rentabilité, soit plus faible pour les PME. C'est le cas mais la relation entre taux de marge et taille est beaucoup moins nette que celle entre intensité capitalistique et taille. Seules les PE ont un taux de marge (20 %) nettement

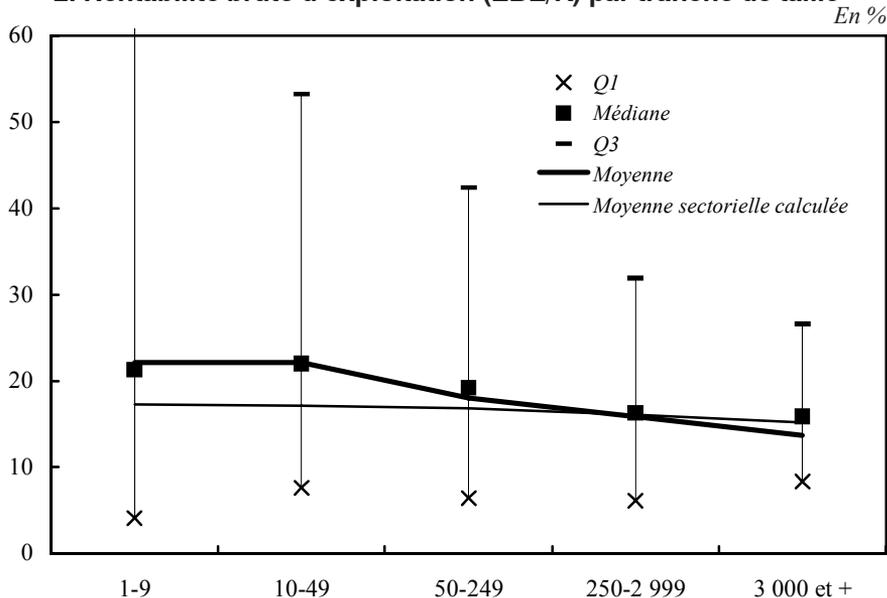
inférieur à la moyenne (25 %) et, cette fois, l'effet sectoriel explique trois cinquièmes de l'écart (voir tableaux en annexe).

La rentabilité brute d'exploitation (REB) est le rapport entre le taux de marge et l'intensité capitaliste<sup>(2)</sup> :

$$REB = EBE/K = EBE/VA \times VA/K = (EBE/VA)/(K/VA)$$

Cette rentabilité brute d'exploitation étant plus nettement liée à la taille que le taux de marge, son effet l'emporte : grâce à une plus forte productivité apparente du capital (l'inverse de l'intensité capitaliste) les PME affichent une meilleure rentabilité brute d'exploitation, avec toutefois une plus forte dispersion de la distribution. Ce constat est net aussi bien en médiane qu'en moyenne pondérée et la contribution de l'effet sectoriel est assez faible (graphique 2). On retrouve ce même constat, pour la France comme pour d'autres pays européens, dans une étude réalisée pour la Commission européenne<sup>(3)</sup> (Rivaud-Danset et al., 2001).

## 2. Rentabilité brute d'exploitation (EBE/K) par tranche de taille



*Lecture* : Un quart (Q1) des petites entreprises (10 à 49 salariés) ont un ratio  $EBE/K \leq 7,6$  %, la moitié ont ce ratio  $\leq 22$  % et un quart (Q3) une rentabilité brute d'exploitation  $\geq 53$  %. La rentabilité brute d'exploitation moyenne des petites entreprises est de 22 %. Si ces entreprises avaient le ratio  $EBE/K$  moyen de leur secteur, alors la rentabilité brute d'exploitation moyenne des petites entreprises serait de 17 %

*Source* : Données d'entreprises, INSEE.

(2) La notion de capital adoptée ici est restrictive. Puisqu'il s'agit d'une rentabilité d'exploitation, c'est le capital d'exploitation, y compris le besoin en fonds de roulement (BFR), qui devrait figurer au dénominateur. Mais ajouter le BFR, qui peut être négatif, aux immobilisations non financières rend parfois le capital d'exploitation négatif, ce qui enlève toute signification au ratio calculé. Ce point est discuté *infra*.

(3) À noter que dans cette étude la rentabilité des PME est plus élevée en France que dans les huit autres pays observés. Sans tirer de conclusion hâtive à partir de comparaisons interna

Ce constat tient-il encore si on raisonne en termes de rentabilité nette ? La rentabilité brute n'est pas non plus une mesure satisfaisante de la rentabilité : il vaut mieux avoir une REB de 12 % avec des immobilisations de durée de vie moyenne de dix ans qu'une REB de 16 % avec une durée de vie moyenne de cinq ans : dans ce dernier cas, l'EBE ne suffit pas à couvrir la dépréciation du capital. La rentabilité nette est préférable mais les comptes d'entreprises en donnent une image déformée par les considérations fiscales liées à la politique d'amortissement. Ceci étant, les écarts de REB sont tels que seule une forte différence en termes de durée de vie pourrait les compenser. Il y a certes quelques éléments qui vont dans ce sens : d'abord la part des immobilisations corporelles à faible durée de vie (matériel de transport, informatique et autres) est plus forte dans les PME (37 % des immobilisations corporelles pour les PE contre 17 % pour les plus de 3 000 salariés) ; ensuite, les investissements rapportés aux immobilisations sont nettement plus élevés (cela ne s'observe qu'en moyenne car de nombreuses PME réalisent leurs « gros » investissements sur une seule année et le ratio médian est donc en relation inverse avec la taille). En cas d'investissements de remplacement, le ratio Investissements/Immobilisations est en effet inversement proportionnel à la durée de vie. Mais un autre indice fait penser qu'il s'agit plutôt d'accumulation que de remplacement : le capital des PME est un peu moins amorti que la moyenne. Au total, la rentabilité nette (REN) mesurée par les données comptables reste largement plus élevée pour les PME.

Étant donné les réserves que peuvent à juste titre susciter l'utilisation de données comptables non retraitées, deux approches complémentaires sont proposées pour confirmer ce constat : d'abord en retraitant les données comptables pour prendre en compte la durée de vie des immobilisations ; ensuite en utilisant une information sur la valeur des sociétés au moment où elles sont achetées par un groupe.

## **1.2. La rentabilité d'exploitation : maximale autour de dix salariés**

Les données de la comptabilité d'entreprise comportent des biais lorsqu'il s'agit d'évaluer la rentabilité. Au dénominateur, le capital est comptabilisé à son coût historique<sup>(4)</sup> et au numérateur les dotations aux amortissements obéissent à des considérations fiscales. On peut améliorer ces données en utilisant des durées de vies sectorielles par type d'immobilisations calculées par l'auteur (Picart, 2005). Cette utilisation repose sur l'hypothèse simplificatrice que dans chaque secteur la durée de vie d'un équipement ne dépend pas de la taille de la firme.

---

tionales toujours délicates, ce rappel permet de relativiser certains discours alarmistes sur la situation des PME françaises.

(4) On travaille sur des comptes sociaux qui n'ont pas encore intégré les nouvelles normes comptables des comptes consolidés.

En distinguant les composantes non amortissables du capital d'exploitation (terrains, BFR...) de celles amortissables et, au sein de ces dernières, les immobilisations incorporelles des corporelles, on obtient le mode de calcul suivant, applicable quel que soit le mode de revalorisation retenu :

$$\frac{EBE - CCF}{K_{net}} = \frac{EBE - K/d - Ferd/5 - AINC/6}{\sum_{i=1}^3 a_i(d_i)K_i + 0,4Ferd + AINC_N + KNAM + BFR}$$

avec  $K = \sum_{i=1}^3 K_i$ ,  $K_i$  : immobilisations brutes réévaluées en constructions, équipements et autres ;  $Ferd$  : Frais d'établissement et de recherche et développement immobilisés au coût historique. La durée légale d'amortissement de ces frais est de cinq ans ;  $AINC$  : Autres immobilisations incorporelles ;  $AINC_N$  : valeur nette au bilan des entreprises des autres immobilisations incorporelles ;  $KNAM$  : immobilisations non amortissables (terrains, en-cours, fonds de commerce) ;  $a_i(d_i)$  : coefficient de passage du brut au net fonction de la durée de vie.

Plusieurs mesures de l'EBE et du BFR sont possibles. La formule classique de calcul de l'EBE ne tient pas compte des autres produits et charges. Or ces postes incluent des éléments qu'il faut certainement prendre en compte lors du calcul de la rentabilité : par exemple, les droits d'auteurs. Ne pas en tenir compte revient à les considérer comme faisant partie de la rémunération du capital. Comme ces postes correspondent à des flux de trésorerie (contrairement aux dotations et provisions), on appellera CAFE (capacité d'autofinancement d'exploitation) l'EBE classique soldé de ces autres produits et charges. Un problème analogue se pose pour le BFR avec les postes autres dettes et autres créances. Ces postes comprennent, entre autres, des dettes et créances intragroupes qui ne sont pas forcément neutralisées par l'agrégation des comptes sociaux : la créance n'est pas forcément placée au même niveau du bilan que la dette et les dettes et créances envers les filiales (ou maison mère) étrangères du groupe ne sont pas connues. Deux mesures du BFR, avec ou sans ces autres créances et dettes sont donc proposées. Aucune solution satisfaisante n'existe pour traiter les BFR largement négatifs. Plusieurs mesures sont proposées :

- plafonner leur valeur absolue à la moitié des immobilisations afin de conserver un dénominateur positif ;
- ne prendre en compte que les BFR positifs. Un BFR négatif est alors considéré comme une source de financement au même titre que les fonds propres ou les dettes. Un très gros acompte à la commande<sup>(5)</sup>, sans doute pris en compte dans les conditions de vente, peut dans une certaine mesure être assimilé à un prêt. C'est sans doute moins vrai pour les BFR structurellement négatifs du commerce de détail.

(5) Certaines sociétés ont une ligne d'avances et acomptes sur commandes supérieure au milliard d'euros.

La combinaison de ces différentes options donne des mesures très variables de la rentabilité (tableau 1). Toutefois, ce qui nous intéresse ici est que, quelle que soit la mesure considérée, l'écart entre PME et autres firmes est élevé et toujours à l'avantage des premières.

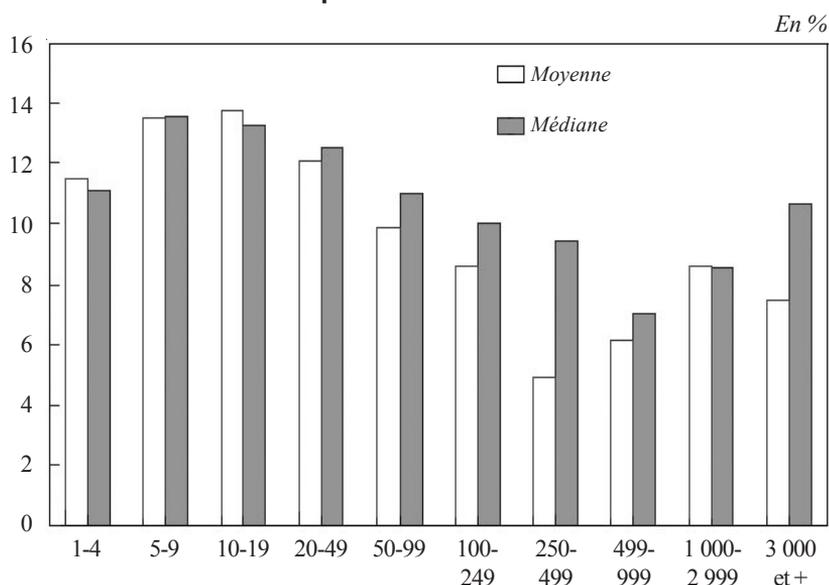
### 1. Différents ratios de rentabilité en fonction du numérateur (en colonne) et du dénominateur (en ligne)

	EBE		CAFE		MAX(EBE,CAFE,REXP)	
	PME	Autres	PME	Autres	PME	Autres
Sans BFR	192	105	174	99	222	131
BFRA censuré	142	105	128	99	164	131
BFRA positif	130	91	118	87	151	114
BFRB censuré	124	77	113	73	144	96
BFRB positif	118	71	107	68	136	89

*Lecture* : BFRA = BFR sans les postes autres dettes et autres créances ; BFRB = BFR y compris les postes autres dettes et autres créances ; BFR censuré = quand le BFR est négatif, on le plafonne (en valeur absolue) à la moitié des immobilisations non financières ; BFR positif : on ne retient que les valeurs positives du BFR.

*Source* : Données d'entreprises, INSEE.

### 3. Rentabilité d'exploitation en fonction de la taille



*Source* : Données d'entreprises, INSEE.

Si globalement, la rentabilité décroît avec la taille, cette relation n'est pas monotone. Un découpage plus fin, réalisé avec la mesure correspondant aux chiffres en italiques du tableau 1, indique une rentabilité maximale autour de dix salariés et une rentabilité minimale entre 250 et 1 000 salariés (graphique 3). La dispersion de la rentabilité décroît aussi avec la taille ce qui donne un élément d'interprétation à la décroissance de la rentabilité avec la taille : la rentabilité des plus petites incorpore une prime de risque liée à la volatilité des résultats (et au risque plus fort de défaillance).

## 2. Distribution de la rentabilité d'exploitation par tranche de taille

*En millièmes*

	Q1	Médiane	Q3	Moyenne	Moyenne sectorielle
1-9	- 53	122	431	128	101
10-49	- 18	130	394	127	94
50-249	- 24	106	312	91	88
250-2 999	- 20	86	222	70	80
3 000 et +	20	107	224	75	81
Ensemble	- 40	123	411	84	84

*Note* : La moyenne sectorielle est celle qu'auraient les entreprises de la tranche de taille considérée si elles avaient toutes la rentabilité moyenne de leur secteur.

*Source* : Données d'entreprises, INSEE.

### 1.3. Cette meilleure rentabilité est prise en compte lors des achats de sociétés

La relation décroissante entre taille et rentabilité avait déjà été mise en évidence en utilisant une information sur la valorisation des sociétés lors de leur rachat par un groupe (Picart, 2003a). Cette valorisation permet de calculer un *price to book ratio* (valeur d'une société sur sa valeur comptable), relié à la rentabilité par la formule suivante :

$$\begin{aligned}
 PtB &= \frac{\text{Valeur}}{\text{Fonds propres}} = \frac{\text{Valeur}}{\text{Résultat}} \times \frac{\text{Résultat}}{\text{Fonds propres}} \\
 &= PER \times \text{Rentabilité financière}
 \end{aligned}$$

Ce n'est pas la rentabilité financière mais la rentabilité d'exploitation qui nous intéresse ici. Cette dernière rapporte le résultat aux immobili-

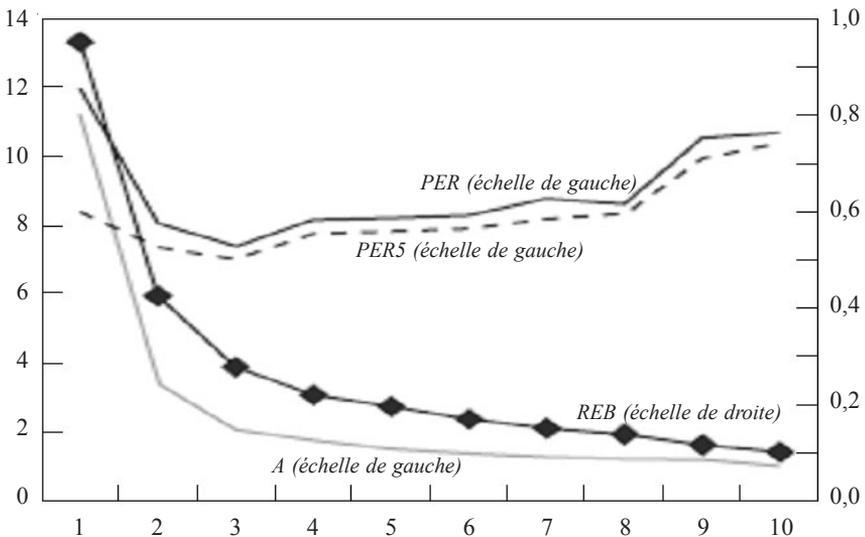
sations. Pour les sociétés ayant peu d'immobilisations financières, on transforme le *PtB* en un ratio de valorisation des immobilisations<sup>(6)</sup> :

$$A = \frac{\text{Valeur} + \text{Autres ressources financières}}{\text{Immobilisations}}$$

$$= \frac{\text{Valorisations des immobilisations}}{\text{Résultat d'exploitation}} \times \text{REB}$$

Ce ratio décroît nettement avec la taille (graphique 4). Ce résultat est d'autant plus fort que le PER (*price earning ratio*), qui inclut une prime de risque, croît avec la taille, ce qui signifie que, à rentabilité donnée, le ratio de valorisation devrait croître avec la taille.

#### 4. Valorisation des actifs en fonction de la taille (tranches d'immobilisation)



*Lecture* : Chaque tranche d'immobilisation représente un décile d'immobilisations. Par souci de robustesse, les valeurs extrêmes (deux premiers et deux derniers centiles) ont été éliminées pour le calcul du PER (qui est donc calculé sur l'intervalle C3-C97). La valorisation restant trop volatile pour les faibles fonds propres, une restriction plus sévère (intervalle C5-C95) est proposée par la courbe en pointillé qui montre mieux la croissance du PER avec la taille (courbe PER5).

*Source* : Calcul de l'auteur, données d'entreprises, INSEE.

(6) Le détour par *A* a de plus l'avantage de contourner la difficulté liée aux fonds propres négatifs. Quand les fonds propres (*FP*) sont négatifs, le ratio valeur ( $V/FP$ ) n'a plus de sens. Par contre, les immobilisations à l'actif ne sont jamais négatives. Comme la valorisation de l'actif (immobilisations brutes, *IMB*) doit être égale à celle du passif et que le passif est constitué des fonds propres, dont on connaît une valeur de marché, et des autres ressources financières ( $ARF = \text{Dettes financières} - \text{BFR} + \text{Amortissements}$ ) que l'on prend à leur valeur comptable, on a : valeur de *IMB* (incluant le *goodwill*) =  $a \times \text{IMB} = V + \text{ARF}$ . Voir Picart (2003a) pour plus de détails.

Dans le graphique 4, la taille est le montant des immobilisations. Même si ce montant est bien corrélé avec les effectifs salariés, on aimerait avoir les éléments équivalents avec les effectifs pour confirmer la non-monotonie de la relation. En repartant des transactions observées sur la période 1994-1999, et sans traiter des biais de sélection comme cela avait été fait pour le graphique précédent, les résultats présentés dans le tableau 3 confirment l'existence d'un « creux » de rentabilité entre 250 et 1 000 salariés<sup>(7)</sup>.

### 3. Price to book en fonction de la taille

	Q1	Médiane	Q3	Moyenne
1-9	0,71	1,31	3,30	1,32
10-19	0,74	1,19	2,62	1,28
20-49	0,66	1,18	2,49	1,02
50-249	0,74	1,11	2,08	0,80
250-999	0,63	1,00	1,69	0,79
1 000 et +	0,58	1,05	1,70	1,16
Ensemble	0,76	1,02	1,79	1,01

*Champ* : Sociétés non cotées à fonds propres > 10 000 euros et où les immobilisations financières représentent moins de 10 % des immobilisations totales.

*Note* : Pour la moyenne, pondérée par les fonds propres, ont été éliminées les observations avec un *PtB* > 10.

*Source* : Données d'entreprises, INSEE.

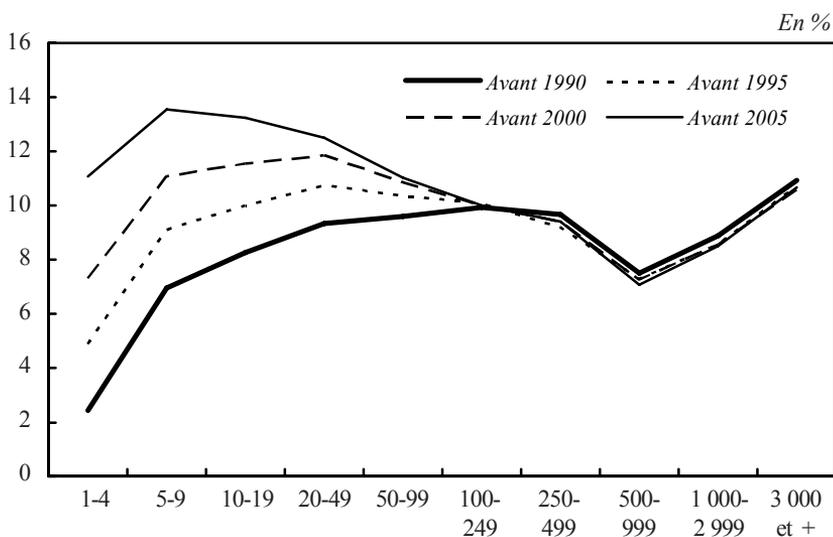
#### 1.4. Une croissance poursuivie au-delà de la taille optimale ?

Le constat d'une meilleure rentabilité des PME semble donc solide puisqu'il est pris aussi en compte par le marché. On peut alors se demander pourquoi les PME grandissent puisque cela se fait au détriment de leur rentabilité. La théorie de la firme mobilise plusieurs types d'arguments pour rendre compte de la taille des firmes : la fonction de production, l'arbitrage entre économie d'échelles et les coûts de transaction, les relations principal/agent, la structure du marché... (Rajan et Zingales, 1999). Les relations principal/agent pourraient être un candidat pour expliquer la croissance au-delà de la taille optimale : le dirigeant ne partageant pas spontanément les objectifs de maximisation du profit de l'actionnaire viserait plutôt la croissance et les parts de marché. Mais ce raisonnement s'applique mal aux PME : le patron de PME est souvent à la fois actionnaire principal et dirigeant, encore qu'il ne soit pas impossible que le conflit d'intérêt traverse le même individu.

(7) Il s'agit ici de sociétés et non de groupes comme lors de l'étude à partir de données comptables. Le filtre sur les immobilisations financières assure cependant que la société n'a pas de filiale importante.

Surtout, cette idée que les PME auraient tendance à croître au-delà de leur taille optimale repose sur l'hypothèse qu'une PME très rentable garderait cette même rentabilité si elle restait à la même taille. Or il faut prendre en compte la dynamique. La bonne rentabilité des PME est en fait due à la présence en leur sein de jeunes entreprises. Si on se limite aux entreprises de plus de quinze ans, la relation entre rentabilité et taille devient plutôt positive (graphique 5). Cette meilleure rentabilité des jeunes entreprises peut résulter d'un simple effet de sélection : plus forte volatilité de la rentabilité et élimination des moins rentables. Une interprétation en termes d'innovation et de concurrence peut aussi être proposée : forte rentabilité du *first mover* due à une innovation au sens large, baisse ensuite par l'arrivée d'imitateurs.

## 5. Relation entre taille et rentabilité en fonction de la date de création



Note : Médiane de la rentabilité d'exploitation en 2004. Pour les groupes, on a pris comme date de création du groupe celle de son entreprise la plus vieille.

Source : Données d'entreprises, INSEE.

Une analyse multivariée des déterminants de l'évolution de la rentabilité peut apporter quelques éclaircissements pour tester les deux hypothèses sur les origines de la baisse de rentabilité : croissance excessive ou simple effet du vieillissement. Pour s'affranchir des effets du cycle de productivité, on calculera l'évolution de la rentabilité entre 1999-2001 et 2003-2005 (on prend la rentabilité moyenne sur trois ans). L'évolution des effectifs étant endogène (une entreprise connaissant une évolution favorable de

#### 4. Régressions multiples pour rendre compte de l'évolution de la rentabilité

	1	2	3	4	5	6
Log(EF2002/EF1999)	-0,020 <sup>(***)</sup>	-0,019 <sup>(***)</sup>	0,011 <sup>(***)</sup>	0,015 <sup>(***)</sup>	0,015 <sup>(***)</sup>	0,012 <sup>(***)</sup>
Log(EF2005/EF2002)	0,021 <sup>(***)</sup>	0,022 <sup>(***)</sup>	0,040 <sup>(***)</sup>	0,045 <sup>(***)</sup>	0,045 <sup>(***)</sup>	0,044 <sup>(***)</sup>
Créée						
• après 1994		-0,016 <sup>(***)</sup>	NS	NS	NS	-0,011 <sup>(***)</sup>
• entre 1990 et 1994		-0,008 <sup>(***)</sup>	NS	NS	NS	NS
• avant 1990		Réf.	Réf.	Réf.	Réf.	Réf.
Rentabilité de départ			-0,52 <sup>(***)</sup>	-0,52 <sup>(***)</sup>	-0,52 <sup>(***)</sup>	-0,53 <sup>(***)</sup>
Croissance externe				-0,019 <sup>(***)</sup>	-0,020 <sup>(***)</sup>	
Scission				0,021 <sup>(***)</sup>	0,021 <sup>(***)</sup>	
2002						
• groupe français > 3 000 salariés					0,031 <sup>(***)</sup>	
• groupe français 250-3 000 salariés					NS	
• groupe étranger					NS	
PME					Réf.	
Variables de contrôle	X	X	X	X	X	X
R <sup>2</sup>	0,03	0,04	0,33	0,33	0,34	0,24

*Lecture* : Régressions effectuées sur 17 000 sociétés de 10 à 49 salariés en 1999, n'appartenant pas à un groupe de plus de 250 salariés en 1999 et pérennes sur 1999-2005. La colonne 6 ne porte que sur la moitié la plus rentable de ces 17 000 sociétés ; Variable dépendante : évolution de la rentabilité entre 1999-2001 et 2003-2005 ; Variables de contrôle : secteur (N36), effectifs de départ, capital d'exploitation de départ.

*Note* : (\*\*\*) Variables significatives au seuil de 5 %.

*Source* : Calcul de l'auteur, données d'entreprises, INSEE.

sa rentabilité va embaucher), on décompose cette évolution en deux périodes : l'évolution sur 1999-2002 qui dépend des décisions d'investissements suite à la rentabilité observée au départ et celle, plus endogène, sur 2002-2005.

Avec les seules variables de contrôle, l'impact de l'évolution des effectifs va dans le sens de la thèse de la croissance excessive : une plus forte croissance en début de période se paie par une plus forte baisse de rentabilité sur moyenne période (colonne 1). L'évolution de la rentabilité est plus forte pour les jeunes entreprises, ce qui est conforme à la thèse du vieillissement (colonne 2). À noter que l'interaction entre âge et croissance des effectifs ne donne pas des pentes nettement différentes selon l'âge. L'introduction de la rentabilité de départ fait nettement monter le  $R^2$  du modèle, ce qui relève d'un classique effet de retour à la moyenne (colonne 3). L'âge devient alors non significatif et l'effet de l'évolution des effectifs à court terme change de signe. Les deux thèses sont donc infirmées. L'interprétation est la suivante : la sur-performance a une composante<sup>(8)</sup> qui n'est que transitoire. Les entreprises qui bénéficient d'un « choc » de rentabilité positif voient donc ensuite cette rentabilité diminuer quel que soit leur âge. Les entreprises qui ne profitent pas de ce choc pour croître ont une évolution encore plus défavorable de leur rentabilité. Comme ce sont les entreprises les plus jeunes qui connaissent le plus de situations de sur rentabilité et qu'elles ont alors intérêt à croître, on observe une corrélation négative entre l'évolution de la rentabilité et la croissance des effectifs. L'interprétation en termes de rente d'innovation qui disparaîtrait par imitation est conforme à ce schéma mais ce n'est sans doute pas la seule possible.

Les colonnes suivantes ne font que préciser à la marge ce schéma. Les sociétés dont l'effectif fait plus que doubler en un an l'ont sans doute fait plus par croissance externe que par croissance interne. Celles dont l'effectif est divisé par un facteur supérieur à deux en un an ont sans doute procédé à une externalisation ou scission. L'introduction d'indicatrices (qui valent 1 si la société a connu au moins une année une telle évolution entre 1999 et 2005) augmente la pente liée à la croissance des effectifs (colonne 4). Les entreprises en croissance, connaissent une évolution moins favorable de leur rentabilité quand cette croissance est externe et, réciproquement, les entreprises en décroissance connaissent une évolution moins défavorable quand c'est le résultat d'une scission. L'entrée dans un groupe, au plus tard en 2002, a un impact favorable sur la rentabilité uniquement s'il s'agit d'un grand (plus de 3 000 salariés) groupe français. L'interprétation en reste toutefois délicate.

---

(8) Le coefficient de  $-0,5$  associé à la rentabilité initiale montre que le retour à la moyenne n'est que partiel.

Enfin, la dernière colonne vérifie que les résultats ne sont pas dus à un biais de sélection lié à la survie. En effet, les entreprises les moins rentables ayant un taux de survie plus faible, le risque est de ne garder parmi les moins rentables que celles dont la rentabilité se redresse, d'où un biais en faveur du retour à la moyenne. En ne retenant que la moitié la plus rentable, à un niveau où le taux de survie, de 95 %, est indépendant de la rentabilité, on élimine cette source de biais. On retrouve les résultats de la colonne 3, à ceci près que le coefficient attribué aux plus jeunes redevient significatif.

### **1.5. Un constat difficile à interpréter**

Au total, les jeunes PME sont plus rentables que les autres entreprises et perdent leur avantage relatif en vieillissant. Une partie de ce surplus de rentabilité peut être interprétée en termes de prime de risque – les jeunes entreprises ont des performances plus volatiles – mais l'analyse des valeurs de marché a montré que cette prime de risque existe mais n'épuise pas tout le différentiel de rentabilité. La volatilité des performances associée à la disparition des moins performantes peut expliquer, en statique, la plus forte rentabilité des survivantes. Mais cela n'explique pas la baisse de rentabilité ultérieure de ces survivantes.

La bonne rentabilité des PME pourrait aussi résulter d'effets de sélection : divers types de barrières à l'entrée ou au développement (effets de seuil) pourraient expliquer que ce sont surtout des PME très rentables qui arrivent à se créer et à franchir les premières étapes de leur existence. Dans ce cas, le constat apparaît donc en demi-teinte. La meilleure rentabilité est la contrepartie d'une plus forte sélectivité. Une analogie peut-être faite avec la productivité : la bonne performance française en matière de productivité est parfois présentée comme découlant de la plus grande sélectivité du marché du travail français. Elle s'accompagne donc d'un faible taux d'emploi.

Tester cette hypothèse de sélectivité sort du cadre de ce texte. Mais qu'il y ait un problème de sélectivité ou non, le constat d'une bonne rentabilité des PME en place a son importance. Il suggère que les freins principaux à l'investissement et au développement ultérieur de ces PME ne sont pas forcément à rechercher du côté de la profitabilité. Ceci conduit à se demander à quoi sont utilisés ces profits non réinvestis. Avant cela, on va compléter le constat instantané qui vient d'être fait par une comparaison à travers le temps : les PME d'aujourd'hui sont non seulement plus rentables que les entreprises plus grandes ; elles sont aussi plus profitables que les PME d'hier.

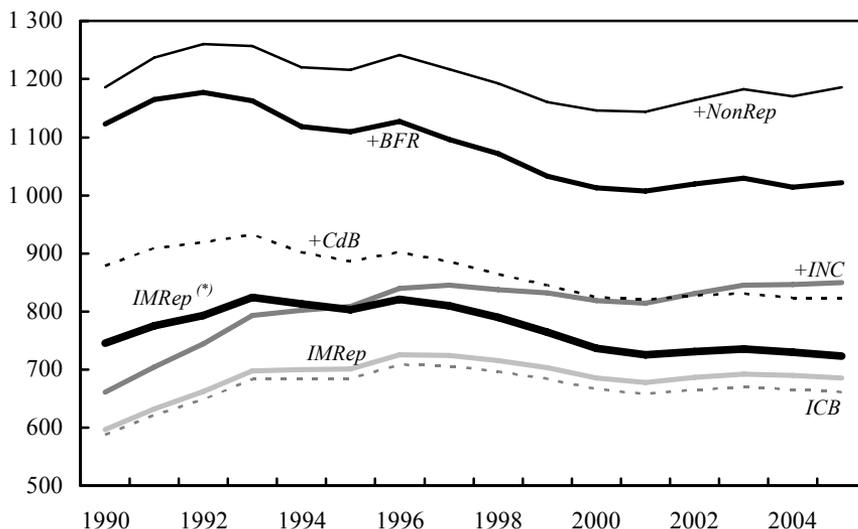
## **2. Les PME privilégient l'assainissement leur bilan : désendettement, placements de trésorerie, plutôt qu'investissement**

L'interprétation de l'évolution des comptes des entreprises de ces vingt dernières années se heurte à deux sources de biais : la désinflation et l'essor du phénomène groupe. Si la désinflation est déjà quasiment acquise au début de la période d'observation (1990), l'inflation passée se lit encore dans les comptes : le capital, au coût historique, ainsi que les dotations aux amortissements, sont sous-évalués. La résorption de ce biais, au fur et à mesure que l'on s'éloigne des années quatre-vingt, donne l'illusion d'une remontée de l'intensité capitalistique et d'une baisse de la rentabilité, surtout de la rentabilité nette. Le phénomène groupe conduit à la prolifération des doubles comptes et, si on agrège les comptes sociaux sans y prêter attention, on exagère le montant des fonds propres et on sous-estime la rentabilité économique. Pour expliquer ce biais, prenons le cas simple d'une société détenue par une holding dont elle est le seul actif. Cette holding n'est pas endettée. Les fonds propres de sa filiale seront comptés deux fois, une fois au niveau de la filiale, une fois au niveau de la société mère<sup>(9)</sup>. Par contre les bénéfices se répartissent en bénéfices distribués (dividendes), qui sont comptés deux fois, et en bénéfices réinvestis qui ne sont comptés qu'une seule fois, au niveau de la filiale. Le numérateur étant donc moins surestimé que le dénominateur, la rentabilité est sous estimée. Ce biais sera traité pour le capital d'exploitation, afin de contrôler l'évolution de l'intensité capitalistique, mais pas pour les dotations où cela serait plus délicat. Après correction, l'intensité capitalistique est relativement stable, voire en légère baisse pour les PME (graphique 6). On est donc assuré, dans l'analyse du partage de la valeur ajoutée, que toute amélioration de la part du résultat d'exploitation est aussi une amélioration en terme de rentabilité.

---

(9) On suppose pour simplifier que la société mère valorise sa filiale à sa valeur comptable et que l'opération vient de se réaliser.

## 6. Différentes mesures de l'évolution de l'intensité capitalistique des PME



Lecture : Les immobilisations corporelles brutes (ICB) représentent 588 millièmes de VA en 1990 et 661 en 2005. La forte montée au début des années quatre-vingt-dix est en partie due au biais lié à l'inflation qu'il faut corriger. La légère baisse après 1996 est liée en partie à la substitution entre immobilisations corporelles et immobilisations incorporelles et il vaut mieux examiner la somme des deux (+ INC). Parmi ces immobilisations figurent des immobilisations non reproductibles, les terrains et les fonds de commerce, soumis à des variations de valorisation délicates à interpréter. Il vaut mieux considérer séparément les immobilisations reproductibles (IMRep). C'est cet agrégat que l'on revalorise pour tenir compte de l'inflation (IMRep\*). On constate alors une baisse de l'intensité capitalistique robuste à l'ajout du crédit-bail (+ CdB) et renforcé par l'ajout du besoin en fonds de roulement (+ BFR). La baisse est sensiblement atténuée si on réintroduit les immobilisations non reproductibles (+ NonRep).

Note : (\*) En millièmes de VA.

Source : Données d'entreprises, INSEE.

### 2.1. Une amélioration du résultat d'exploitation

Quel que soit le ratio utilisé pour approcher la rentabilité d'exploitation, trois sous-périodes se distinguent : nette dégradation de 1990 à 1993 ; redressement de 1993 à 2001 pour retrouver, voire dépasser, le niveau de 1990 ; stagnation, voire légère baisse, de 2001 à 2005. Si le redressement de 1993 à 2001 semble plus vigoureux pour les PME, leur évolution depuis 2001 est moins favorable que celle des autres firmes.

L'évolution du taux de marge (EBE/VA) est principalement expliquée par celle de la masse salariale (tableau 5). Si, pour chaque sous période, les évolutions du taux de marge et du ratio résultat d'exploitation/VA sont de même signe, elles divergent quand on compare 2005 à 1990 : le résultat d'exploitation rapporté à la VA augmente légèrement malgré la baisse du taux de marge. La différence est due à la baisse des dotations aux amortissements et aux provisions.

## 5. Évolution des composantes du résultat d'exploitation des PME

Évolutions en millièmes de VA

	1990-1993	1993-2001	2001-2005	1990-2005
VA-Masse salariale	- 29	33	- 12	- 8
EBE	- 36	41	- 15	- 10
Dotations amortissements	+ 8	- 11	- 5	- 8
Résultat d'exploitation	- 40	56	- 8	8

*Lecture* : En 2005, la part de l'EBE dans la VA – ou taux de marge – est inférieure de 10 millièmes à son niveau de 1990. Cette part avait diminué de 36 millièmes entre 1990 et 1993, puis avait augmenté de 41 entre 1995 et 2001 pour de nouveau diminuer de 15 entre 2001 et 2005. L'augmentation de la part des salaires et cotisations sociales contribue à hauteur de 8 à cette baisse de 10. La part consacrée aux dotations aux amortissements est en baisse de 8 points. Au total, après prise en compte des provisions et reprises et des autres produits et charges, la part du résultat d'exploitation augmente de 8 millièmes.

*Source* : Données d'entreprises, INSEE.

La baisse du taux de marge entre 1990 et 2005 est en partie liée aux dates d'observations : 1990 est plutôt en haut de cycle, ce qui n'est pas le cas de 2005. 1990 est plutôt comparable à 2001 et 2005 à 1995 et, dans les deux cas, le diagnostic est plutôt à la hausse du taux de marge. Pourtant, dans une vision de moyen-long terme, une légère baisse du taux de marge serait en phase avec la baisse de l'intensité capitalistique : le poids du capital dans la fonction de production diminuant, il est logique que sa part dans la rémunération des facteurs diminue.

### 2.2. Une amélioration encore plus nette de la rentabilité financière

La rentabilité financière se mesure difficilement à partir des comptes des sociétés, les principales difficultés venant de la valorisation des fonds propres et des doubles comptes. Il apparaît cependant très probable que la nette hausse du ratio résultat net/fonds propres traduit bien une amélioration de la rentabilité financière des entreprises. En effet, s'agissant des doubles comptes, ce constat de hausse est basé sur l'observation de la base productive où ils sont quasiment éliminés. Comme, concernant le financier, le regard de la base productive est insuffisant (les charges financières peuvent être concentrées au pôle de contrôle), on vérifie sur l'ensemble des sociétés que la rentabilité financière agrégée ne diminue pas (elle augmente même un peu). Comme les doubles comptes induisent un biais à la baisse de la rentabilité (les fonds propres sont comptés deux fois alors que les bénéfices non distribués ne sont comptés qu'une fois), et que les doubles comptes ont plutôt tendance à augmenter (hausse du ratio fonds propres de l'ensemble/fonds propres de la base productive), l'évolution constatée sur l'ensemble des sociétés minore la hausse de la rentabilité. La question de la valorisation des fonds propres ne peut pas être abordée ici mais sa prise en compte ne pourrait inverser le diagnostic que si le *price to book* augmentait nettement sur la période. Si elle était constatée, une telle augmentation d'une

part témoignerait de la confiance dans les perspectives de profitabilité des PME et d'autre part produirait des plus-values, potentielles ou réalisées, qui contribuent à la rentabilité du point de vue des propriétaires initiaux.

Cette amélioration vient principalement de la baisse des charges d'intérêts suite à la baisse des taux d'intérêt après 1993 relayée ensuite par le désendettement. Le désendettement est massif et ne résulte pas d'un changement de la répartition sectorielle des PME mais ne se distingue pas du désendettement du reste de la base productive<sup>(10)</sup>. La contrepartie du désendettement est une hausse des fonds propres (rapportés à la VA) qui modère la hausse de la rentabilité financière (baisse du levier d'endettement). Sur l'ensemble de la période, l'effet de la baisse des charges d'intérêts l'emporte sur celui de la hausse des fonds propres mais, depuis 2001, les deux effets semblent se neutraliser et la rentabilité financière plafonne à un niveau élevé<sup>(11)</sup>.

### **2.3. Cette meilleure profitabilité ne se traduit pas en investissements supplémentaires**

La baisse des taux d'intérêts dans les années quatre-vingt-dix s'ajoute à l'augmentation de la rentabilité pour accroître la profitabilité. Mais on n'observe pas l'accroissement des investissements qui devrait normalement résulter de cette meilleure profitabilité. La part de la VA consacrée aux investissements corporels a tendance à diminuer et, s'il y a sans doute une substitution des investissements incorporels aux investissements corporels, il ne semble pas que cette substitution suffise à compenser cette baisse. L'investissement incorporel est mal mesuré mais si on s'en tient au capital fixe non reproductible, les signes vont plutôt dans le sens d'une baisse de la part de la VA consacrée à l'investissement. D'une part, le pourcentage des dotations aux amortissements sur immobilisations (corporelles plus incorporelles) dans la VA diminue encore plus nettement que celui de l'investissement corporel. D'autre part, le ratio immobilisations reproductibles/VA baisse aussi, même après correction de la valorisation du capital. Cette baisse est d'ailleurs spécifique aux PME, même après prise en compte de la variation de la ventilation sectorielle<sup>(12)</sup>. Seule une forte croissance extensive serait compatible avec un effort d'investissement accru associé à une baisse de l'intensité capitalistique. On ne peut pas exclure qu'une part croissante des investissements immatériels échappe aux immobilisations. Mais il ne faut pas oublier que les dépenses qui ne seraient pas, à tort, comptabilisées comme des investissements, le sont comme des charges. Le changement du mode de comptabilisation de certaines dépenses se traduirait donc par une hausse des bénéfices.

---

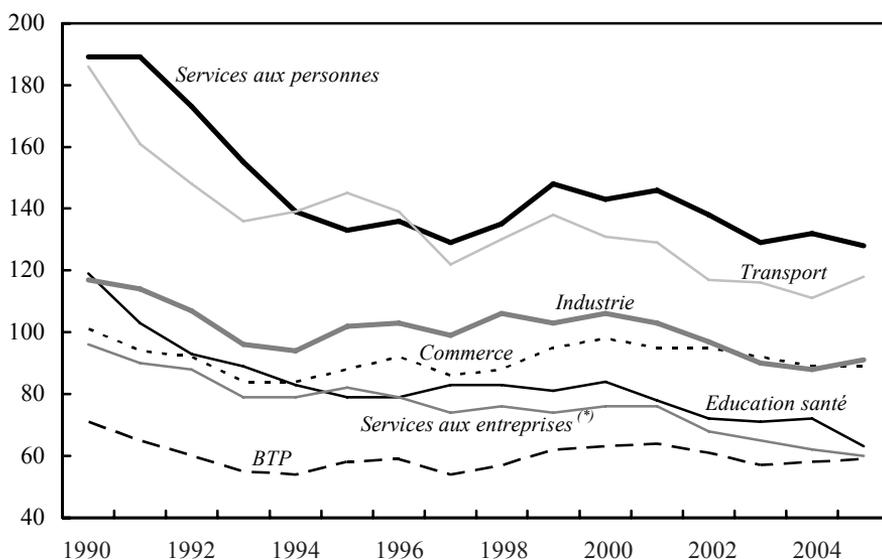
(10) L'endettement des grands groupes lié à l'internationalisation (Picart, 2003) se passait essentiellement au niveau du pôle de contrôle.

(11) 15 %. Attention ce niveau ne prend pas en compte les pertes en capital lors des défaillances.

(12) Cette spécificité des PME au niveau de l'intensité capitalistique ne se retrouve pas au niveau de l'investissement. Ce point sera abordé dans la dernière partie.

Cette baisse concerne tous les secteurs (graphique 7). Pour certains secteurs comme le commerce ou le BTP la baisse a lieu en début de période : le taux d'investissement en 2005 est inférieur à celui de 1990 mais supérieur à celui de 1993 ; pour les autres, le niveau de 2005 est inférieur à celui de 1993.

### 7. Taux d'investissement (investissement corporel/VA) des PME par secteur



Note : (\*) Hors holdings.

Source : Données d'entreprises, INSEE.

Où vont les bénéficiaires non transformés en immobilisations ? D'un point de vue comptable, les bénéficiaires avant affectation viennent gonfler les fonds propres au passif. L'équilibre du bilan se rétablit par une baisse du passif et/ou une hausse de l'actif. La baisse du passif peut venir de l'affectation d'une partie du résultat aux dividendes ou de la baisse d'un autre poste (désendettement). La hausse de l'actif peut venir d'une hausse des immobilisations (investissement net) ou d'un autre poste.

Du côté du passif, on observe effectivement à la fois un désendettement et une hausse des dividendes. Ces deux mouvements sont en partie liés puisque la substitution des fonds propres à la dette doit se traduire par une substitution des dividendes aux charges d'intérêts. Mais la hausse des dividendes va bien au-delà de cette substitution. Le ratio dividendes/fonds propres augmente aussi rapidement pour la base productive des PME que pour celle des autres firmes. Au total, la rémunération non réinvestie du capital (fonds propres et dettes), après avoir fortement baissé dans les années quatre-vingt-dix (la baisse des charges d'intérêt l'emporte), augmente de façon tout aussi nette depuis 2000 (la hausse des dividendes l'emporte).

Du côté de l'actif, on a vu que la part destinée à accroître les immobilisations tendait à diminuer (les immobilisations financières peuvent être négligées pour la base productive : leur part est faible et stable). Du côté de l'actif circulant, les stocks, et le besoin en fonds de roulement dans son ensemble, diminuent. Par contre, un poste augmente nettement : la trésorerie (*cf. infra*).

#### **2.4. La réduction du besoin en fonds de roulement est moins forte pour les PME**

Le besoin en fonds de roulement au sens strict (sans les autres dettes et autres créances) pesait 181 millièmes de la VA des entreprises non financières en 1990. Il n'en pèse plus que 47 millièmes en 2005. La diminution des stocks, conséquence à la fois de la tertiarisation de l'économie et d'une meilleure gestion des stocks, explique les quatre cinquièmes de cette baisse. Pour les PME, le poids du BFR ne baisse que de 37 millièmes (de 167 en 1990 à 130 en 2005). De plus cette baisse s'arrête en 2000 alors qu'elle se poursuit pour les autres entreprises. Pour mieux faire la part entre effets sectoriels et spécificité des PME, on analyse les effets sectoriels sur la période 1993-2003 où la nomenclature des activités est stable (on utilise la NES 36). Sur cette période, la baisse du BFR pour les PME est inférieure à ce qu'induit le simple changement de poids des différents secteurs à ratio BFR/VAHT inchangé dans chaque secteur. Si on appliquait aux PME les ratios moyens de leur secteur, le BFR baisserait de 88 millièmes contre 29 observés. Une petite moitié de l'écart vient de la gestion des stocks. Un tiers vient du solde entre les créances clients et les créances fournisseurs. Pourtant le volume des créances clients diminue alors qu'il augmente, rapporté à la VA, pour les autres entreprises, ce qui semble aller à l'encontre du discours sur les délais de paiement qui pénaliseraient les PME. En fait, l'augmentation du ratio créance client/VA des autres entreprises est sans doute dû à l'éclatement du processus de production au sein des groupes. Un indice de cet éclatement est l'évolution du degré d'intégration mesuré par le ratio VA/CA. Il augmente légèrement pour les PME, cette augmentation ne faisant que refléter l'évolution sectorielle. Il diminue pour les autres entreprises non financières de la base productive. La distinction base productive/pôle de contrôle, basé sur les liaisons financières, filtre les doubles comptes financiers mais pas ceux liés aux flux de biens et services intragroupe. La même observation vaut pour les dettes fournisseurs. Le solde entre les créances clients et les dettes fournisseurs purge ces doubles comptes : l'évolution est défavorable aux PME.

#### **2.5. Les PME détiennent de plus en plus de trésorerie : elle est plus utilisée pour amortir les chocs que pour investir**

Le poids croissant de la trésorerie dans le bilan des firmes soulève de nombreuses interrogations aux États-Unis (Bates et *al.*, 2006). Les entreprises françaises connaissent ce même phénomène, et cette évolution est encore plus marquée pour les PME. Parmi les explications proposées, cer-

taines ne s'appliquent pas au contexte français : alors que la substitution de l'alimentation de la trésorerie par les *cash flows* au versement de dividendes semble expliquer une bonne partie de cette évolution aux États-Unis, ces deux flux augmentent ensemble en France ; la hausse de la trésorerie peut être aussi vue comme la résultante mécanique de la baisse du BFR mais le BFR baisse moins pour les PME (*cf. supra*). Une autre piste d'explication est la substituabilité entre dette et trésorerie (Acharya et al., 2007). En l'absence de contrainte de crédit, il y a substituabilité parfaite entre les deux et la trésorerie peut être considérée comme de la dette négative (on utilise couramment la dette nette de la trésorerie pour estimer l'effet de levier). En présence de contraintes de crédit, cette substituabilité n'est plus parfaite (utiliser un euro pour se désendetter ne garantit pas de pouvoir emprunter un euro ultérieurement pour investir). Les entreprises contraintes financièrement constituent alors des réserves de trésorerie. Sans entreprendre une étude détaillée de la question (qui nécessiterait d'identifier les entreprises contraintes financièrement), on peut utiliser une particularité de l'investissement des PME : à cause des indivisibilités et de la petite taille des PME, nombre d'entre elles ont un investissement très irrégulier avec un pic marqué d'investissement tous les cinq ou dix ans (Duhautois et Jamet, 2002). Il est aisé de vérifier si cette année de fort investissement, les PME puisent dans leurs réserves de trésorerie ou contractent de nouveaux emprunts. À noter que ce sont ces PME à investissement très irrégulier qui sont les plus susceptibles de constituer des réserves pour faire face à leur besoin de financement des investissements.

L'analyse porte sur des sociétés pour lesquelles on dispose des comptes de manière continue de 1997 à 2005. On sélectionne parmi ces sociétés, celles qui en une année réalisent un investissement d'un montant supérieur à l'investissement cumulé des trois années précédentes et des deux années suivantes et qui ont, l'année précédant ce fort investissement, un effectif compris entre 10 et 249 salariés. On distingue parmi ces sociétés celles qui pendant les six années encadrant cette année de fort investissement sont toujours restées des PME (y compris dans le cadre d'un groupe de moins de 250 salariés) de celles qui ont toujours appartenu à un grand groupe privé (> 2 999 salariés) ou à un groupe étranger.

Les PME financent leur investissement essentiellement par la dette financière dont l'encours fait plus que doubler l'année du fort investissement<sup>(13)</sup> (tableau 6). La contribution de la trésorerie est, sur l'ensemble, négligeable. Ce constat en données agrégées n'est pas infirmé par l'examen des données individuelles : seules 11 % des PME ont une réduction de leur

---

(13) Ce résultat semble contredire celui de Rosenwald (1998) qui met l'accent sur l'autofinancement. Mais ce résultat portait sur les entreprises industrielles les plus petites (enquête EPEI de 1993 sur les moins de vingt salariés). L'échantillon retenu ici inclut des entreprises plus grandes et concerne des investissements relativement élevés. Rosenwald signale d'ailleurs que dès que plusieurs sources de financement sont en jeux, le crédit bancaire devient prépondérant.

trésorerie supérieure à la moitié de l'investissement, alors que 57 % ont une augmentation de leurs dettes financières supérieure à la moitié de l'investissement. Participent aussi au financement le BFR (augmentation des dettes fournisseurs et des dettes sur immobilisations) et les fonds propres, à la fois par accroissement naturel (accumulation des bénéfices non distribués dans les réserves) et par levée de fonds (repérée par les postes capital social et primes d'émission).

Les sociétés de la taille d'une PME appartenant à un grand groupe reçoivent moins à l'endettement auprès des établissements de crédit et plus à l'apport de capitaux<sup>(14)</sup> pour financer leurs investissements.

## 6. Financement des PME l'année où elles réalisent leur pic d'investissement

*Valeurs en millions d'euros*

	PME		Sociétés de grands groupes	
Nombre de sociétés	8 805		529	
Investissement <i>n</i>	6 427		3 020	
Investissement <i>n/n-1</i>	8,3		7,5	
Immob. corporelles brutes <i>n/n-1</i>	1,46		1,67	
	Emplois	Ressources	Emplois	Ressources
Immob. non financières nettes	4 447		1 783	
Immobilisations financières	16		50	
Capital		549		806
Réserves		317	82	
Provisions		16		79
Dettes financières		3 302		534
BFR		493		196
Autres créances/autres dettes	294			293
Trésorerie		37	110	
Divers		43		117
<b>Total</b>	<b>4 757</b>	<b>4 757</b>	<b>2 025</b>	<b>2 025</b>

*Lecture* : Les évolutions négatives d'un poste situé normalement au passif (ex. réserves) sont ici placées en augmentation des emplois. Idem pour les postes de l'actif, placés en ressources quand ils diminuent. Investissement *n/n-1* mesure la taille du pic. Interprétation identique pour les immobilisations corporelles brutes *n/n-1*

*Source* : Données d'entreprises, INSEE.

Si on examine la déformation du bilan lors de chocs négatifs, définis comme une baisse de la VA d'au moins un cinquième par rapport à la moyenne des deux années précédentes, le rôle de la trésorerie devient plus manifeste. Un tel choc conduit les entreprises à des déficits qui induisent une diminution mécanique des fonds propres. Cette diminution peut être

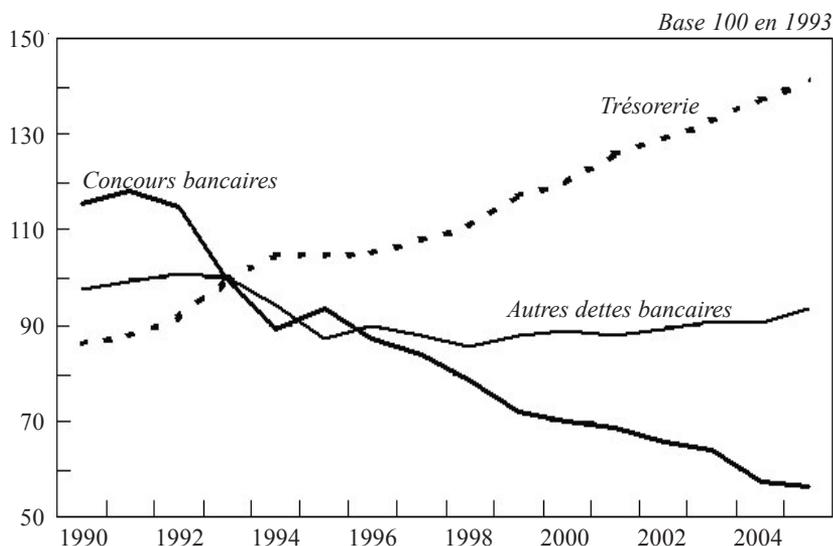
(14) L'augmentation du capital peut aussi résulter de l'absorption d'une autre société. Ce cas est en principe repéré par les modifications de structure (et l'investissement alors compté en investissement par apports) mais ce repérage est loin d'être exhaustif, surtout pour les PME.

compensée par l'augmentation d'un autre poste du passif (endettement) ou par la diminution d'un poste de l'actif. Pour les 12 200 PME ayant subi un tel choc entre 1999 et 2002, la trésorerie baisse l'année du choc de 500 millions d'euros et les dettes financières augmentent de 140 millions d'euros au sens strict et de 340 millions d'euros au sens large.

## 2.6. Une substitution entre trésorerie et concours bancaires

L'accumulation de trésorerie répondrait donc plus à un besoin de court terme (assurance contre des chocs négatifs) qu'à un besoin de moyen terme (constitution de réserves pour financer un important investissement). Cela suggère d'approcher l'éventuelle substitution entre trésorerie et dettes en distinguant au sein de ces dernières entre dettes à court terme et dette à moyen long terme. Les PME ayant peu accès aux marchés financiers (émission d'obligations), l'essentiel de leur dette financière est constitué de dettes auprès des établissements de crédit. Parmi ces dettes, on peut isoler les concours bancaires qui représentent des dettes à court terme. On constate que ce sont surtout ces concours bancaires qui diminuent : en quinze ans, leur poids, rapporté à la VA, a été divisé par deux alors que celui des autres crédits bancaires n'a baissé que de 10 % (graphique 8). Pendant ce temps la trésorerie a augmenté de 50 %. Comme au début des années quatre-vingt-dix le poste trésorerie représentait un cinquième de la VA annuelle et les concours bancaires un dixième, la baisse des concours bancaires représente en volume la moitié de la hausse de la trésorerie.

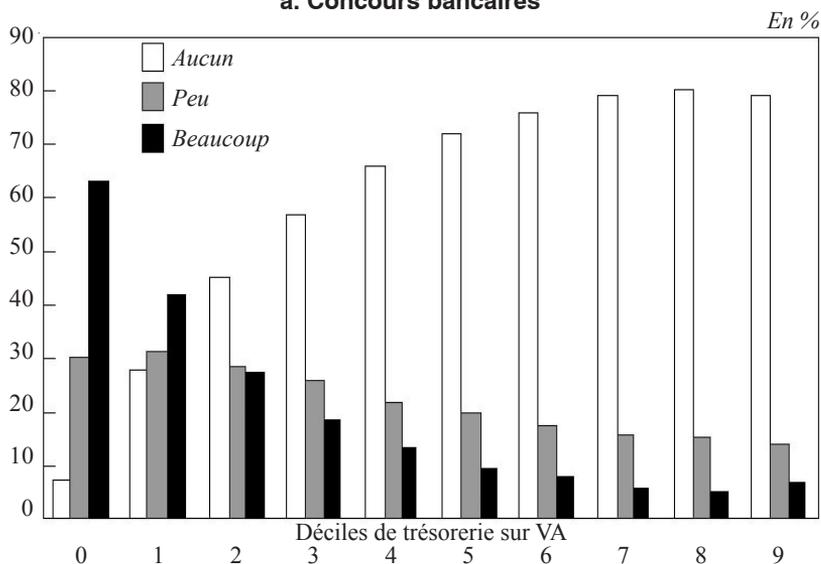
### 8. Évolution des dettes bancaires et de la trésorerie des PME rapportée à la VA



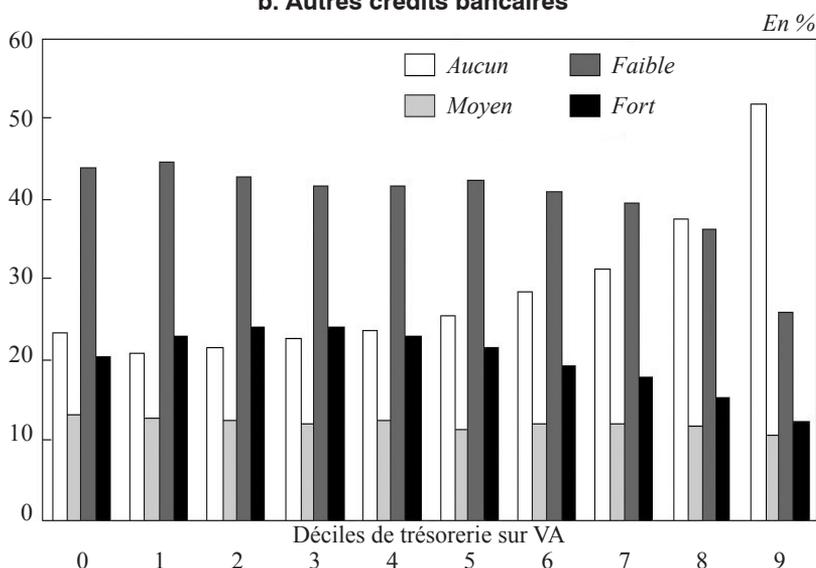
Source : Données d'entreprises, INSEE.

## 9. Substitution entre trésorerie et concours bancaires et autres crédits bancaires

### a. Concours bancaires



### b. Autres crédits bancaires



Champ : 96 000 PME ayant entre 500 000 et 5 000 000 euros de valeur ajoutée en 2004.

Lecture : Les 10 % de PME ayant le ratio trésorerie/VA le plus bas ne sont presque jamais sans concours bancaires : seules 8 % d'entre elles sont dans ce cas. 63 % d'entre elles ont un niveau de concours bancaires élevé (elles appartiennent au dernier quintile en termes de ratio concours bancaires/VA).

Source : Données d'entreprises, INSEE.

En 2004, les firmes ayant le moins de trésorerie ont pratiquement toutes recours au concours bancaire, et souvent à un niveau élevé, alors que 80 % des firmes ayant beaucoup de trésorerie n'ont pas de concours bancaires<sup>(15)</sup> (graphique 9). La substitution est moins nette pour les autres crédits bancaires et n'intervient que pour les déciles élevés de trésorerie. La trésorerie est ainsi d'abord un substitut aux concours bancaires mais beaucoup de trésorerie peut aussi conduire les entreprises à se passer de tout crédit bancaire.

### **3. PME : statut ou stade d'un cycle de vie ?**

Le champ des PME, défini par une tranche de taille, comprend à la fois une majorité d'entreprises qui n'ont jamais été et ne seront jamais de grandes entreprises, et des entreprises en essor (ou en déclin) pour qui le statut de PME est provisoire. Cette prise en compte de la dynamique des firmes permet de relativiser le point de vue précédent sur le manque de dynamisme des PME puisque les plus dynamiques d'entre elles quittent le champ.

#### **3.1. Par leurs créations d'emplois, les TPE alimentent les autres strates**

Ceci est très net en termes de créations d'emploi. Comme en termes de créations d'emploi il n'est pas permis d'ignorer les plus petites des TPE, ce paragraphe porte sur l'ensemble des entreprises du secteur marchand non agricole, à l'exception de l'intérim. Alors que de 1999 à 2005 l'emploi dans les PME n'augmente que de 3 %, comparé à 15 % pour les autres firmes, les PME créent sur ces six années un nombre d'emploi équivalent à 13 % de leur emploi initial contre 3 % pour les autres firmes (tableau 7). Ces créations sont toutefois principalement le fait des moins de dix salariés, ce qui confirme le mécanisme décrit, pour la période 1985-2000, dans Picart (2004).

Les créations d'emploi diminuent rapidement avec la taille. Les PE et ME sont plus proches des grandes entreprises que des TPE. Par contre, la tranche de taille des ME bénéficie des franchissements de seuil des PE en croissance ce qui lui permet d'afficher une croissance apparente largement supérieure (13 % en six ans) à celle des TPE et PE (0 et - 1 %).

---

(15) Cette forte corrélation négative entre trésorerie et concours bancaires est robuste à la prise en compte, via une régression multivariée, des facteurs impactant de façon opposée l'un et l'autre : une meilleure rentabilité et/ou plus de fonds propres induisent plus de trésorerie et moins de concours bancaires. Le besoin en fonds de roulement est fortement corrélé positivement aux concours bancaires et négativement à la trésorerie.

## 7. Dynamique de l'emploi par type d'entreprise

	PME	Autres	Total	1-9	10-49	50-250
Effectifs (en milliers)						
• 2005	7 266	7 185	14 451	2 905	2 532	1 829
• 1999	7 087	6 241	13 328	2 899	2 562	1 626
Créations d'emploi	13	3	8	24	5	5
Franchis. seuil	-3	3		-20	7	11
Achats/ventes	-7	9		-4	-13	-3
Croissance des effectifs	3	15	8	0	-1	13

*Champ* : Ensemble du secteur marchand non agricole, hors intérim.

*Lecture* : 7 087 000 salariés travaillaient dans les PME en 1999. Pour chaque année de 1999 à 2004, on comptabilise comme création d'emploi par une PME la différence entre les effectifs de l'année  $n+1$  et les effectifs de l'année  $n$  pour les entreprises ayant entre 1 et 249 salariés l'année  $n$  et qui ne font pas l'objet d'une opération d'acquisition/vente. On y ajoute les emplois en  $n+1$  des PME créés et on y retranche les emplois en  $n$  des PME cessées. Le cumul des créations ainsi définies sur la période représente 13 % de l'effectif de départ des PME. Le solde entre l'arrivée au sein des PME d'entreprises plus grosses qui ont déçu et le départ des PME de firmes en croissance représente, pour la strate des PME, une perte correspondant à 3 % des effectifs de départ. Le solde entre l'apparition au sein des PME de firmes faisant partie auparavant de groupes plus importants et l'acquisition de PME par les groupes non PME représente, pour la strate des PME, une perte correspondant à 7 % des effectifs de départ.

*Note* : La distinction, pour les sociétés qui changent de strate, entre achats/ventes et franchissement de seuil se fait sur la base de la comparaison entre la taille de l'unité à laquelle appartient l'unité en  $n$  et la taille de l'unité à laquelle elle appartient en  $n+1$ . Cette ventilation est perfectible et est donnée uniquement à titre indicatif.

*Source* : Ficus, Lifi.

### 3.2. La baisse de l'intensité capitaliste des PME : le jeu des entrées/sorties

Depuis 1993, l'intensité capitaliste des PME diminue tendanciellement alors que cette tendance n'apparaît pas pour les autres firmes. Pourtant il n'y a pas de spécificité des PME en termes d'évolution de l'investissement. D'ailleurs, les PME pérennes voient leur intensité capitaliste croître au fur et à mesure de leur vieillissement. Ce qui explique la baisse du ratio moyen est le jeu des entrées/sorties : les PME nouvellement créées ont une intensité capitaliste beaucoup plus faible que celles qui cessent (tableau 8).

## 8. Évolution du ratio capital fixe reproductible/VA entre 1999 et 2005

	PME	> 250 PRIVE	> 250 ETR	1-9	10-49	50-249
Taux moyen (%)	7 310	1 570	1 500	6 400	6 730	9 050
Évolution annuelle moyenne	- 68	73	241	- 84	- 56	- 114
Évolution suivie	- 41	241	178	- 66	- 51	- 43
Évolutions pérennes strate	78	56	181	68	75	87
Créations/disparitions	- 123	- 10	2	- 198	- 88	- 43
Changement de strate	3	195	- 5	64	- 38	- 87

*Lecture* : Les PME ont en moyenne sur cette période 7 310 euros de capital fixe reproductible (capital fixe hors terrains et fonds de commerce) pour 10 000 euros de VA. Ce ratio décline en moyenne de 68 par an. Sur ces 68, 41 peuvent être décomposés de la manière suivante (la partie non décomposable est due aux entreprises qui, pour différentes raisons – absence ou mauvaise qualité des données, passe de la base productive au pôle de contrôle –, ne peuvent pas être prises en compte deux années de suite. Elle est importante pour les groupes privés suite notamment au passage de France Telecom de la base productive au pôle de contrôle) : gain de 78 de la part des entreprises pérennes qui restent dans la strate ; perte de 123 due au solde des disparitions et créations d'entreprises ; gain négligeable de 3 du aux changements de strate.

L'impact négatif des créations/disparitions est très fort pour les TPE (Le résultat est inversé si, au lieu de considérer le capital brut, on prend le capital net. Ceci se comprend : les entreprises qui cessent ont, en général, peu investit les années précédant leur cessation. Leur capital net est donc très faible au regard de leur capital brut ; c'est l'inverse pour les créations). Il est en partie compensé par l'effet positif des changements de strates (y compris, et surtout, de la part des firmes qui passent de 0 à 1-9 salariés). Cet impact est moins fort pour les PE et ME mais l'effet des changements de strate devient négatif : celles qui sont proches du franchissement de seuil ont une intensité capitalistique supérieure.

*Source* : Calcul de l'auteur, données d'entreprises, INSEE.

## Annexe

### Distributions de certains ratios comptables

Les ratios présentés ci-dessous concernent des entreprises indépendantes ou la troncature française de groupes pour lesquels on a sommé les comptes sociaux des filiales. Les ratios concernent des variables pour lesquelles le risque de double compte lors de la sommation est faible. Ont été éliminés les groupes contrôlés majoritairement par l'État.

La moyenne d'un ratio  $V1/V2$  est pondérée par  $V2 \left( \frac{\sum V1}{\sum V2} \right)$ .

Si on note  $R_s = \frac{\sum_{i \in s} V1_i}{\sum_{i \in s} V2_i}$  la moyenne d'un secteur, alors

$R_{t,s} = \frac{\sum_s \left( R_s \sum_{i \in s, t} V1_i \right)}{\sum_{i \in t} V2_i}$  est le ratio calculé pour la tranche de taille  $t$  si toutes

les entreprises de la tranche avaient comme ratio le ratio moyen de leur secteur (dernière colonne).

#### Intensité capitalistique : immobilisations non financières/VA

	Q1	Médiane	Q3	Moyenne	Moyenne sectorielle calculée
1-9	0,21	0,56	1,27	0,91	1,19
10-49	0,25	0,54	1,03	0,84	1,22
50-249	0,34	0,71	1,30	1,13	1,30
250-2 999	0,55	1,05	1,75	1,64	1,44
3 000 et +	0,71	1,37	1,95	1,95	1,79
Ensemble	0,23	0,57	1,20	1,50	1,50

Source des tableaux : Données d'entreprises, INSEE.

**Taux de marge : 1 000\*EBE/VA**

	Q1	Médiane	Q3	Moyenne	Moyenne sectorielle calculée
1-9	40	161	310	235	221
10-49	50	138	249	199	218
50-249	48	150	270	216	226
250-2 999	61	179	303	263	241
3 000 et +	94	197	330	266	272
Ensemble	44	153	290	246	246

**Rentabilité brute d'exploitation :  
1 000 \* EBE/immobilisations corporelles et incorporelles**

	Q1	Médiane	Q3	Moyenne	Moyenne sectorielle calculée
1-9	41	213	633	221	173
10-49	76	220	532	221	171
50-249	64	192	424	180	168
250-2 999	61	163	319	159	161
3 000 et +	83	159	266	137	152
Ensemble	53	213	583	159	159

**Investissement corporel (\* 1 000, rapporté à la VA)**

	Q1	Médiane	Q3	Moyenne	Moyenne sectorielle calculée
1-9	0	17	72	82	102
10-49	9	29	77	82	104
50-249	17	43	101	107	107
250-2 999	29	70	136	128	111
3 000 et +	44	85	145	132	128
Ensemble	3	22	76	115	115

**Accumulation (brute) :  
1 000 \* investissement corporel/immobilisations corporelles**

	Q1	Médiane	Q3	Moyenne	Moyenne sectorielle calculée
1-9	0	56	237	143	120
10-49	27	84	206	125	111
50-249	40	90	185	115	105
250-2 999	52	91	157	96	95
3 000 et +	62	96	132	86	94
Ensemble	9	68	221	98	98

**Immobilisations corporelles à faible durée de vie :  
part (en %) des autres immobilisations corporelles (matériel  
de transport, informatique) dans les immobilisations corporelles**

	Q1	Médiane	Q3	Moyenne	Moyenne sectorielle calculée
1-9	38	75	97	47	33
10-49	28	56	86	37	28
50-249	15	35	69	25	25
250-2 999	9	21	54	19	20
3 000 et +	8	21	43	17	20
Ensemble	33	67	94	22	22

**Rentabilité nette d'exploitation (\* 1 000) :  
résultat d'exploitation/immobilisations non financières nettes**

	Q1	Médiane	Q3	Moyenne	Moyenne sectorielle calculée
1-9	0	279	1290	281	226
10-49	59	347	1123	326	246
50-249	50	317	916	267	248
250-2 999	50	252	644	225	243
3 000 et +	94	243	491	204	221
Ensemble	23	300	1200	231	231

**Amortissement du capital :  
100 \* immobilisations non financières nettes/brutes**

	Q1	Médiane	Q3	Moyenne	Moyenne sectorielle calculée
1-9	27	50	74	56	52
10-49	28	43	62	45	48
50-249	27	40	57	42	46
250-2 999	28	39	54	42	43
3 000 et +	31	41	56	45	44
Ensemble	27	47	70	45	45

**Dotations aux amortissements :  
1 000 \* dotations (GA)/immobilisations non financières**

	Q1	Médiane	Q3	Moyenne	Moyenne sectorielle calculée
1-9	40	84	145	71	70
10-49	57	89	131	82	71
50-249	58	82	117	77	69
250-2 999	55	73	98	70	69
3 000 et +	56	70	92	71	75
Ensemble	46	86	139	72	72

## Références bibliographiques

- Acharya V., H. Almeida et M. Campello (2007) : « Is Cash Negative Debt ? A Hedging Perspective on Corporate Financial Policies », *Journal of Financial Intermediation*, vol. 16, n° 4, pp. 515-554.
- Bates T., K. Kahle et R. Stulz (2006) : « Why do US Firms Hold so Much More Cash Than They Used To ? », *NBER Working Paper*, n° 12534.
- Conseil National du Crédit et du Titre (CNCT) (1999) : *Le financement de l'entreprise*, Rapport au ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, Banque de France.
- Duhautois R. et S. Jamet (2002) : « Hétérogénéité des comportements d'investissement et fluctuations de l'investissement agrégé », *Économie et Prévision*, n° 149, pp. 103-115.
- Picart C. (2003a) : « L'estimation d'une valeur de marché des actions non cotées », *Économie et Statistique*, n° 366.
- Picart C. (2003b) : « La remontée de l'endettement des grands groupes français à la fin des années 1990 », *Économie et Statistique*, n° 363-364-365.
- Picart C. (2004) : « Le renouvellement du tissu productif », *Économie et Statistique*, n° 341.
- Picart C. (2005) : « Évaluer la rentabilité des sociétés non financières », *Économie et Statistique*, n° 372.
- Rajan R., L. Zingales et K. Kumar (1999) : « What Determines Firm Size », *NBER Working Paper*, n° 7208.
- Rivaud-Danset D., E. Dubocage et R. Salais (2001) : « Comparison Between the Financial Structure of SMES and that of Large Enterprises Using the BACH Database », *Economic Paper*, n° 155, European Communities.
- Rosenwald F. (1998) : « Le financement de l'investissement des petites entreprises industrielles : la place prépondérante de l'autofinancement », *Économie et Statistique*, n° 319-320.



## Complément B

# Les banques et le financement des PME en France<sup>(\*)</sup>

**Maud Aubier et Frédéric Cherbonnier**

*Direction générale du Trésor et de la politique économique (DGTPE)<sup>(\*\*)</sup>*

On s'intéresse dans ce complément à la manière dont les banques intègrent le risque de défaut de leurs clients entreprises, et à la façon dont le cadre prudentiel, réglementaire et juridique influent sur leur comportement. La capacité des banques à desservir la demande de crédit dépend en effet pour une large part de la prise en compte ce risque. L'impossibilité pour le secteur financier de connaître et suivre parfaitement ce risque à un niveau individuel peut entraver le développement du marché du crédit, et justifier une intervention publique.

## 1. La prise en charge du risque par les banques

### 1.1. Le risque de défaut d'une entreprise

Lorsqu'une banque accorde un prêt à une entreprise, elle intègre dans son tarif une « prime de risque » censée compenser à terme les pertes que va subir la banque lorsque ses emprunteurs rencontrent des difficultés financières. Elle dépend de la probabilité de défaut de l'entreprise, ainsi que du taux de recouvrement du créancier.

---

(\*) La section 2.1 de ce complément est le fruit d'une collaboration avec Anne Épaulard, tandis que la section 2.2 s'inspire de réflexions menées en commun avec Philippe Aghion. Les auteurs tiennent à les remercier pour leurs précieux conseils.

(\*\*) Lors de l'écriture de ce complément.

La prime de risque peut être estimée en première approche par un simple calcul actuariel à partir d'indicateurs de risque comme le « score » de la Banque de France. Ce score, déterminé en fonction de données comptables et financières, répartit les entreprises en sept classes de risque, les classes 1 à 3 rassemblant les entreprises dites « risquées », la classe 4 les entreprises « neutres », et les classes 5 à 7 les entreprises « favorables ». Les primes de risque théoriques, présentées dans le tableau 1, sont telles que l'espérance des gains actualisée de la banque est nulle lorsque celle-ci prête au taux sans risque majoré de cette prime<sup>(1)</sup>. Ces primes peuvent varier de près de 1 000 points de base (pdb) selon le score de l'entreprise.

### 1. Primes de risque actuarielles théoriques en fonction de la classe de risque « Banque de France »

En %

Classe de risque	Taux sans risque à 2 %	Primes de risque à...	
		2 ans	5 ans
1		13,4	9,5
2		5,6	4,9
3		3,5	3,3
4		1,4	1,5
5		0,7	0,8
6		0,2	0,3
7		0,1	0,1

Source : Calculs des auteurs à partir de données BDF.

En théorie, ces primes devraient s'observer dans les tarifs pratiqués par les banques sur le crédit. D'autres facteurs interviennent naturellement dans la tarification, comme les frais fixes de gestion et les coûts de refinancement, mais les différents niveaux de prime de risque doivent *a priori* induire des variations assez fortes des tarifs pratiqués selon les entreprises.

En pratique, la dispersion observée de la tarification du crédit est au contraire bien plus faible que celle prédit par la théorie : d'après les données collectées par la Banque de France, celle-ci serait de l'ordre de 150 pdb.

Cette situation peut s'expliquer par une sous-tarification du crédit par les banques, résultant de subventions croisées entre crédit bancaire et services financiers. Une telle pratique semble confirmée par le niveau plancher des tarifs bancaires observés par la Banque de France, et présentés dans le tableau 2 : les tarifs appliqués par les banques semblent en effet trop proches des taux de refinancement bancaire pour couvrir les coûts opérationnels des banques.

(1) Les primes de risque sont obtenues à l'aide d'un calcul actuariel utilisant les probabilités de défaut conditionnelles à l'âge d'une entreprise « moyenne » d'une classe de risque donnée.

## 2. Taux débiteurs des crédits à moyen et long termes au 4<sup>e</sup> trimestre 2005

Montant du crédit	Taux du 1 <sup>er</sup> décile	Taux moyen	Taux du 9 <sup>e</sup> décile
≤ 15 245 €	3,04 %	3,68 %	4,49 %
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	2,94 %	3,60 %	4,40 %

Source : Edmond (2006).

La faible dispersion des tarifs bancaires pourrait également refléter un phénomène de rationnement du crédit. Tout se passe en effet comme si les banques ne prêtaient qu'aux entreprises dont le score est compris<sup>(2)</sup> entre 3 et 7, soient celles dont le risque de défaut à cinq ans est inférieur à 20 %. Ceci peut être une conséquence indirecte des pratiques de subventions croisées : en compensant la faible rémunération du crédit par la réalisation de fortes marges sur d'autres produits bancaires, les banques seraient naturellement amenées à exclure des entreprises risquées, qui ne peuvent bénéficier de telles subventions croisées en raison de l'incertitude qui pèse sur leur survie à terme. D'autres raisons peuvent justifier cette situation, qui sera discutée plus en avant dans la section 3 de ce complément, liées plus généralement à la présence d'asymétries d'information (pouvant induire des phénomènes d'anti-sélection ou d'aléa moral, ou des coûts trop élevés de surveillance)<sup>(3)</sup>.

### 1.2. Le risque systémique

Au-delà du coût induit par le risque de défaut d'un emprunteur individuel, les banques doivent se couvrir contre une possible défaillance en masse d'entreprises, liée par exemple à un retournement conjoncturel. Un tel événement étant susceptible d'entraîner une crise systémique, les banques sont soumises à une réglementation prudentielle qui les contraint à prévenir ce risque en conservant un certain niveau de fonds propres pour chaque crédit accordé.

Le mode de calcul de ce « capital réglementaire » vient d'être reformé par l'accord de Bâle II afin d'améliorer la stabilité du système bancaire international.

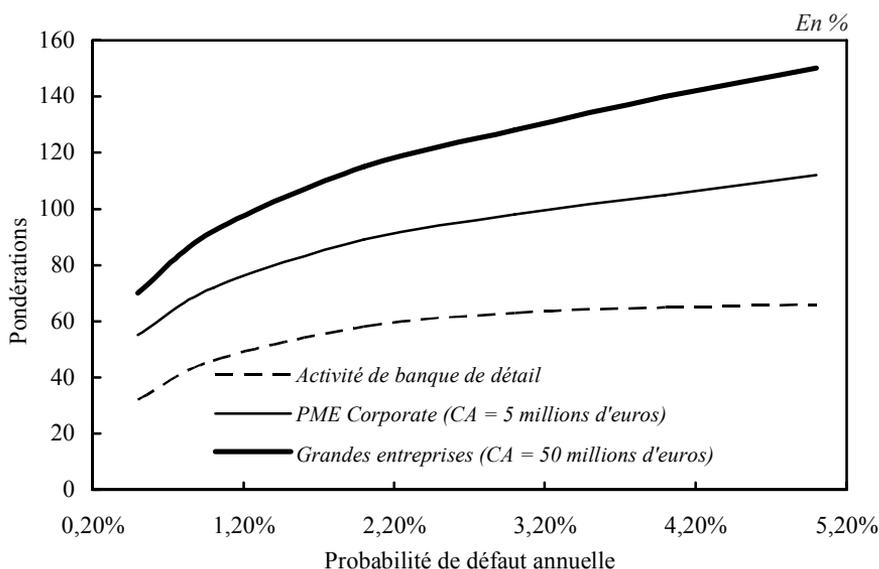
---

(2) La comparaison des tableaux 1 et 2 semble indiquer que les banques ne prêtent pas au-delà du score 4, mais il est nécessaire de tenir compte de ce que l'État assure la prise en charge d'une partie du risque via les garanties accordées par OSÉO/Sofaris, ce qui peut réduire les primes de risque des banques (*cf.* section 3 pour une présentation détaillée de ce mode d'intervention). Un calcul explicite (*cf.* Aubier et Cherbonnier, 2007) montre que la sous-tarification par l'État de son intervention peut abaisser de plus de 150 points de base la prime de risque d'une banque prêtant à une entreprise de score 3.

(3) Impliquant des formes d'investissements alternatifs via des prises de participation permettant la présence dans les organes de décision de l'entreprise.

Cette évolution des règles prudentielles impose désormais aux banques de prévoir un capital réglementaire qui croît avec le risque de l'emprunteur, tout en veillant à ne pas pénaliser excessivement les PME *a priori* plus risquées : à probabilité de défaut et taux de perte équivalents, les créances sur des petites entreprises sont associées à une moindre exigence de capital réglementaire relativement aux grandes entreprises (*cf.* graphique 1). Ce traitement privilégié se justifie par le fait que le risque PME est en grande partie lié à des facteurs spécifiques (sectoriels, géographiques, humains, etc.) que la banque peut diversifier en mutualisant un grand nombre de créances PME dans son portefeuille de prêts.

### 1. Pondérations en fonction de la probabilité de défaut(\*)



Note : (\*) : Une pondération de 100 % correspond au ratio Cooke. Il s'agit de l'approche « notations internes fondation » (NIF).

Source: BRI et DGTPE.

Le capital réglementaire associé aux créances PME baisserait ainsi d'environ 30 % relativement à son niveau actuel prévu par Bâle I. Une simulation réalisée par la Commission bancaire dans le cadre du troisième document consultatif du Comité de Bâle (CP3) sur l'ensemble du portefeuille de prêts bancaires aux PME<sup>(4)</sup> estime ainsi la pondération moyenne à 90,4 % en approche standard révisée, à 71,4 % en approche NIF (notations inter-

(4) Cf. Commission bancaire (2004). Dietsch et Tisseyre (2005) obtiennent des résultats de même nature dans leur article.

nes fondation), et à 67,4 % en approche NIA (notations internes avancées) – Bâle I correspond à une pondération de 100 %. Les dernières simulations réalisées dans le cadre de l'Union européenne et publiées en juin 2006 (QIS5) sont cohérentes avec ce résultat. Cette baisse moyenne des charges provient pour l'essentiel du portefeuille de prêts classés dans l'activité de banque de détail<sup>(5)</sup>.

Par ailleurs, le capital réglementaire évoluera désormais plus fortement avec le risque de crédit, ce qui devrait inciter les banques à tarifer davantage en fonction du risque de l'entreprise. Selon une étude américaine, la hausse du coût d'un crédit de probabilité de défaut égal à 10 % atteindrait 200 points de base en approche avancée relativement à Bâle I, tandis que la baisse du coût des crédits à des PME peu risquées ne serait que 50 points de base (pour un crédit de probabilité de défaut de 0,03 %).

Une telle évolution pourrait *in fine* améliorer l'offre du crédit, même si cet effet vertueux devrait en théorie être réduit puisque l'effet induit directement reste nettement inférieur aux variations attendues entre primes de risque analysées précédemment. Le simple fait d'amener les banques à revoir en profondeur leur processus de suivi du risque pourrait cependant suffire à améliorer les pratiques en la matière.

## **2. Le partage du risque entre les différents créanciers**

### **2.1. L'influence du cadre juridique sur le financement du risque**

Le coût du risque pour les banques dépend étroitement de l'efficacité du cadre juridique encadrant les défaillances d'entreprise. Celui-ci devrait idéalement permettre de distinguer les entreprises rencontrant des difficultés profondes et durables, qu'il convient de liquider rapidement, de celles qui ne sont confrontées qu'à des troubles conjoncturels, et dont l'activité doit être préservée. Dans le second cas de figure, la loi définit les conditions dans lesquelles l'entreprise poursuit ses activités pendant la réorganisation, ainsi que la procédure de négociation entre les dirigeants et les créanciers, en cherchant à protéger durant cette période la valeur de l'entreprise dans l'intérêt de toutes les parties prenantes, sans pour autant lui conférer des conditions de fonctionnement dérogatoires trop avantageuses, sources de distorsions de concurrence<sup>(6)</sup>.

---

(5) En revanche, les études divergent sur la variation des charges relatives aux créances PME « entreprises », plus difficile à prévoir car fortement dépendant de la composition du portefeuille des banques.

(6) Ces questions ont justifié récemment un durcissement du droit américain à l'encontre des entreprises, afin d'éviter que celles-ci ne déposent abusivement leurs bilans pour profiter des conditions avantageuses offertes par le « *chapter eleven* ».

Au-delà de ces questions d'efficacité, la loi doit rechercher un juste équilibre entre les droits et devoirs des différentes parties en présence. Une entreprise possède généralement plusieurs créanciers, notamment en France où le crédit interentreprises est particulièrement développé, et peut se voir consentir de nouveaux crédits (« *new money* ») durant une phase de réorganisation. Par ailleurs, elle est également confrontée aux créanciers publics (fisc, URSSAF) tandis que les salariés peuvent se voir octroyer une partie de leur rémunération par un organisme patronal (l'AGS) qui se retournera ensuite vers l'entreprise pour se voir restituer sa créance. Ces différentes créances se voient affecter des rangs de priorité par la loi (super-privilège conférés à l'AGS, privilège des créanciers de la phase de réorganisation), ou du fait des sûretés obtenues contractuellement (droit réel sur un ou plusieurs biens du débiteur, comme le gage, le nantissement ou les hypothèques)... La complexité de cette hiérarchie est elle-même une source d'inefficacité potentielle, et peut rendre le système imprévisible du point de vue d'un créancier.

Ce juste compromis entre les droits des différents acteurs est déterminant pour inciter, en dehors de toute situation de défaut, les acteurs économiques à prendre les bonnes décisions. Ainsi, une protection suffisante des créanciers réduit la prime de risque que ceux-ci exigent pour financer un investissement donné et/ou accroît la part de l'investissement qu'ils acceptent de financer. *A contrario*, si une telle protection se fait trop fortement au détriment de l'entrepreneur (en conduisant par exemple à des poursuites pour comblement de passif), elle peut décourager la prise de risque chez ce dernier.

S'il reste difficile de faire la part entre ces différents effets, il semble indispensable de protéger suffisamment le créancier afin d'inciter celui-ci à financer davantage le risque. Une modélisation de la relation entre l'entreprise et ses créanciers (cf. Épaulard et Pommeret, 2006) indique qu'un accroissement de la protection des derniers peut soutenir significativement la croissance, en incitant les banques à financer des projets davantage risqués, même si ceci se fait au détriment du taux de survie des entreprises existantes. Selon ces travaux, une amélioration de 3 % du taux de recouvrement des créances en France entraînerait ainsi une hausse de 3,5 % de l'activité innovante. Ce résultat est obtenu en modélisant une population d'entrepreneurs susceptibles de décider de lancer des projets d'investissement au rendement incertain, exigeant la négociation préalable d'un emprunt bancaire.

Ces résultats rejoignent les travaux qui montrent l'importance du processus de remplacement d'entreprises anciennes par de nouvelles entrantes plus efficaces. Ce processus aurait contribué à près de 25 % de la croissance de la productivité imputable au progrès technique aux États-Unis sur la période 1977-1987 (cf. Foster, Haltiwanger et Krizan, 1998), un résultat similaire étant observable en France (cf. Crépon et Duhautois, 2004).

## 2.2. Le droit des défaillances en France

Le droit français<sup>(7)</sup>, modifié récemment par la loi de sauvegarde des entreprises du 26 juillet 2005, distingue explicitement la prévention des difficultés de leur traitement. Il prévoit ainsi plusieurs modes de règlement des difficultés des entreprises dans lesquels les parties prenantes disposent d'une grande latitude de négociation. Le traitement judiciaire des difficultés consiste à confier à un administrateur judiciaire le soin d'élaborer un plan de continuation sous le contrôle d'un tribunal : l'objectif premier reste donc la poursuite de l'activité et le maintien de l'emploi

Les nombreux travaux académiques qui comparent les droits des entreprises en difficulté font généralement apparaître le droit français comme l'un des plus défavorables aux créanciers au même titre que le droit américain (voir Wood, 1995, La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer et Vishny, 1998 et Wihlborg, Gangopadhyay et Hussain, 2001). Le « *chapter eleven* » de la législation américaine accroît nettement le pouvoir de négociation du débiteur en lui conférant l'initiative exclusive des plans de restructuration pendant une période de 120 jours. *A contrario*, les droits allemands et britanniques mettent l'accent sur le remboursement des créanciers, en privilégiant des procédures où l'entreprise passe sous le contrôle d'un administrateur judiciaire, et en laissant une marge d'appréciation relativement faible au juge en termes d'étalement du passif ou de requalification des sûretés.

Les études empiriques tendent à confirmer ce constat d'une moindre protection du créancier en France. Certaines études comparent l'efficacité des procédures de recouvrement des créances entre différents pays (voir Davydenko et Franks, 2005). Elles constatent que le taux de recouvrement<sup>(8)</sup> des créances bancaires en France (54 %) à l'issue d'une procédure judiciaire est significativement inférieur à celui de l'Allemagne (61 %) et du Royaume-Uni (74 %). Bien que les procédures informelles soient très efficaces en France (taux de recouvrement de 83 % contre un peu moins de 80 % dans les deux autres pays), il semble que cette différence s'explique par des taux de recouvrement nettement plus faibles dans les procédures formelles (45 % en France en moyenne contre 60 et 70 % respectivement en Allemagne et au Royaume-Uni).

Deux facteurs spécifiques au droit français viennent fragiliser la capacité des banques à recouvrer leurs créances :

- les privilèges et « super-privilèges » conférés au fisc et à l'organisme patronal AGS : cet organisme, qui assure la garantie des salaires, récupère la part la plus importante de ses créances grâce à son super-privilège (envi-

(7) La nouvelle « procédure de sauvegarde » permet ainsi à l'entrepreneur d'obtenir un gel du passif de son entreprise (Sauf à bénéficier d'un nantissement par l'actionnaire des titres de l'entreprise) puis de tenter avec l'aide d'un administrateur judiciaire de trouver un accord avec ses créanciers.

(8) Défini comme un moins le ratio entre les provisions passées par la banque et son exposition au moment du défaut.

ron 35 %). En revanche, le taux de récupération du fisc, qui ne bénéficie pas de ce super-privilege, ne serait que de l'ordre de 5 % en dépit de son privilege, mais porterait sur un montant de créances largement supérieur. Au total, pour l'AGS et le fisc, le montant recouvré en liquidation en 2003 s'élève respectivement à 711 millions et 342 millions d'euros, soit un total de 1 053 millions d'euros. Le montant exact récupéré par l'URSSAF<sup>(9)</sup> n'est pas connu, mais il semblerait qu'il soit relativement faible.

Une comparaison détaillée par le laboratoire LARGE de l'université de Strasbourg entre les droits français, allemand et anglais, confirme l'importance des « super-privileges ». Cette étude, s'appuyant sur une grille d'analyse plus fine regroupant 49 critères, tend à montrer que les écarts avec l'Allemagne et le Royaume-Uni sont surtout imputables à la présence de ces super-privileges en France ;

- la faiblesse des sûretés réelles offertes aux créanciers : même lorsqu'ils disposent d'une sûreté réelle sur un actif de l'entreprise, les créanciers se voient souvent primés par un grand nombre d'autres créanciers, comme les crédits bailleurs ou les créanciers ayant apporté un crédit durant la période d'observation. C'est notamment le cas des sûretés réelles prises pour garantir le refinancement d'une entreprise, ainsi que des gages sur stock, à moins de pratiquer l'« entiercement » auprès d'un tiers (soit l'isolement physique du bien gagé, procédure coûteuse difficilement accessible à une PME).

Cette situation explique sans doute en partie qu'aujourd'hui, en France, moins de 1 % des stocks de l'ensemble des entreprises soit gagé, même si les entreprises fragiles utilisent sans doute davantage ce type de sûreté. Selon Auxiga, société spécialisée dans la mise en place crédit stocks, le montant des stocks actuellement en tierce détention au 31 décembre 2004 était en effet de 1 milliard d'euros. Or le montant des stocks de marchandises, soit le potentiel d'actifs pouvant facilement être refinancés, est de 121 milliards d'euros, et le montant total des stocks des sociétés non financières de 283 milliards d'euros (données issues du compte de patrimoine 2004).

Afin de mieux sécuriser les opérations de refinancement en France, il serait utile de renforcer la valeur des sûretés réelles (« *secured creditors* ») en instaurant un traitement égalitaire entre créanciers bénéficiant de telles sûretés. Il serait nécessaire également de renforcer leur priorité au détriment notamment du fisc et des super-privileges de l'AGS pour qu'une telle mesure ait un réel effet. Un tel traitement devrait s'appliquer aussi bien en cas d'arrêt de l'activité (priorité absolue sur la valeur de réalisation des actifs faisant l'objet de la sûreté) qu'en cas de cession de l'entreprise dans son ensemble à un repreneur (faculté de s'opposer à ce que les biens objets de leurs sûretés soient intégrés dans le périmètre de plan de cession). Une telle perspective risque cependant de fragiliser l'AGS, dont il conviendrait de garantir la pérennité quitte à envisager une intervention financière de l'État pour en compenser le coût (au côté d'une hausse des cotisations des entreprises à l'AGS).

(9) L'URSSAF est primée par l'AGS et le fisc en cas de liquidation.

### 3. Le rationnement du crédit

#### 3.1. L'information sur le risque, source d'imperfection de marché

Même en présence d'un cadre juridique idéal, l'offre et la demande de crédit peuvent ne pas se rencontrer parfaitement : le secteur bancaire peut être conduit à refuser de prêter à des individus ou à des entreprises, même si ceux-ci sont prêts à supporter des charges d'intérêts élevées pour couvrir les frais supportés par la banque. On parle alors de « rationnement du crédit »

En théorie, cette inefficacité du marché se produit dès lors que les banques ne sont pas capables d'identifier parfaitement les caractéristiques de leurs clients et ne peuvent donc tarifier correctement le crédit au regard du risque. En offrant un tarif moyen indifférencié à une catégorie d'emprunteurs, les banques n'attirent que les emprunteurs dont le risque est supérieur au niveau moyen. Rehausser le tarif ne suffit pas à casser ce cercle vicieux, bien au contraire. Ce phénomène, qualifié d'« anti-sélection », peut se doubler de comportements opportunistes de la part des entrepreneurs (« aléa moral »), et conduire les banques à se retirer de ce marché (« *credit crunch* ») (voir Stiglitz et Weiss (1981)).

Malgré la mise en place par la Banque de France de fichiers très détaillés renseignant les banques sur les caractéristiques des entreprises<sup>(10)</sup>, le rationnement du crédit est, dans une certaine mesure, un phénomène inévitable. Plusieurs facteurs historiques ont pu le renforcer, en particulier l'existence d'un taux de l'usure (supprimé en 2003 pour les entreprises, puis en 2005 pour les entrepreneurs individuels) plafonnant les tarifs pratiqués par les banques<sup>(11)</sup>. Par ailleurs, l'activité de prêts aux PME exige une organisation spécifique, s'appuyant sur une expertise en matière de risque et une présence locale, dont le développement reste inégal dans les banques françaises.

Toute la question réside dans l'ampleur de ce phénomène, difficile à détecter puisque la demande et l'offre de crédit ne sont pas directement observables. En particulier, une diminution des encours de crédit peut refléter une baisse de la demande de crédit, sous l'effet d'un ralentissement de l'activité, sans que cela ne reflète des problèmes de financement pour les entreprises. En outre, une demande de crédit supérieure à l'offre ne traduit pas nécessairement un phénomène de rationnement du crédit, le surplus de demande pouvant provenir de la part d'entreprises non rentables.

---

(10) Notamment le fichier « positif » FIBEN comportant des données sur l'endettement des entreprises.

(11) Dans son rapport remis à l'Assemblée nationale et au Sénat le 28 décembre 2006, la Banque de France met en évidence un ensemble d'éléments convergents tendant à confirmer que le plafond de l'usure restreignait significativement l'accès au crédit d'entreprises solvables.

Au début des années quatre-vingt-dix, le secteur du commerce aurait été affecté par un rationnement du crédit. Une étude montre<sup>(12)</sup> ainsi que l'extension de l'éligibilité aux prêts CODEVI<sup>(13)</sup> se serait traduite par une hausse de 4 % de l'endettement de long terme des entreprises concernées, ce qui tend à indiquer que ces entreprises étaient auparavant contraintes financièrement<sup>(14)</sup>. La méthode économétrique utilisée semble robuste, même si sa validité repose sur des hypothèses fortes, notamment l'absence d'autre événement ayant pu affecter les entreprises éligibles au CODEVI<sup>(15)</sup>.

Un phénomène de rationnement du crédit aurait également été à l'œuvre sur au début de la décennie : selon une étude récente, une part significative de la demande de crédit de trésorerie des PME n'aurait pas été satisfaite par les banques sur l'année 2001 (cf. Aubier et Cherbonnier, 2007). Cette étude utilise une méthode consistant à estimer indirectement l'offre et la demande de crédit en supposant que le montant de crédit effectivement alloué correspond au minimum entre des fonctions d'offre et de demande, estimées à l'aide d'outils économétriques (cf. Maddala et Nelson, 1974). On considère qu'il y a rationnement du crédit si l'offre estimée est inférieure à la demande estimée. D'après le graphe ci-après, l'écart a atteint son maximum fin 2001, conformément à ce que révélait à la même époque l'enquête financière de la Banque de France auprès des banques.

Cette situation refléterait en partie un véritable phénomène de rationnement du crédit, limitant la possibilité pour les PME de financer des projets viables économiquement. Selon la modélisation effectuée, la forte hausse de la demande observée à cette époque reflète en effet à la fois une reprise de l'activité (amélioration des perspectives conjoncturelles, redressement de la trésorerie) et une détérioration de la situation économique présente (susceptible d'indiquer une demande accrue de financement de court terme de la part d'entreprises en difficulté).

---

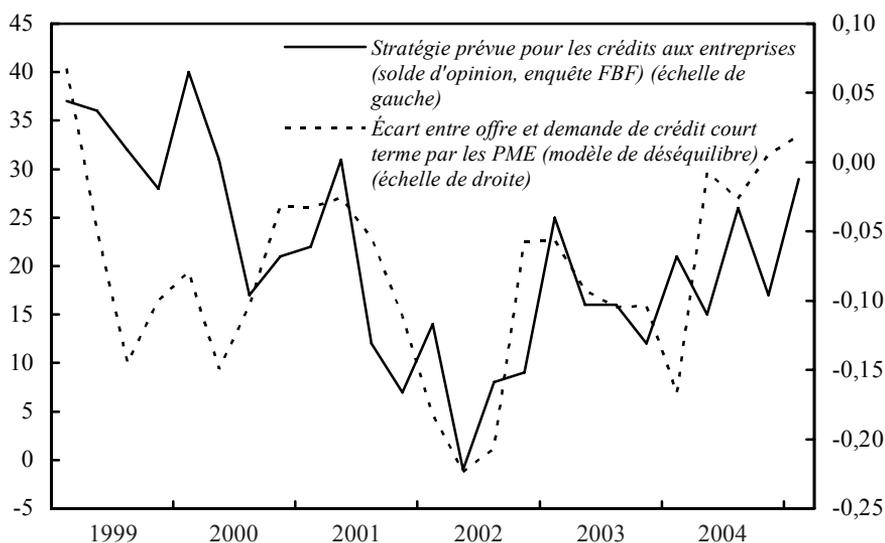
(12) Bach (2006) emploie une méthode économétrique dite des « expériences naturelles » qui consiste à comparer l'évolution de deux groupes d'entreprises à l'origine similaire suite à un choc exogène n'affectant que l'un de ces groupes. Les chocs consistent ici en la possibilité offerte aux PME du commerce de gros et de détail de bénéficier de prêts CODEVI (respectivement en 1993 et 1995).

(13) Créé en 1983, le dispositif CODEVI (comptes pour le développement industriel) permet de collecter auprès des ménages, via des livrets défiscalisés équivalents au livret A, des ressources redistribuées sous forme de prêts aux PME industrielles des secteurs éligibles.

(14) En théorie, une telle hausse de l'endettement peut également signifier que les ressources CODEVI, moins chères, ont été utilisées pour réaliser des projets jugés jusqu'alors insuffisamment rentables. Cependant, l'endettement supplémentaire se serait traduit par des profits significatifs, allant au-delà de l'effet d'aubaine que l'on pourrait attendre d'une simple bonification des taux, suggérant que les projets mis en œuvre étaient bien rentables mais n'avaient pas pu être mis en œuvre plus tôt faute de financement.

(15) Il y a bien eu à la même époque une réforme visant spécifiquement le commerce de détail (le gel des ouvertures de nouvelles surfaces commerciales en 1993), mais son impact sur les nouvelles ouvertures n'a été vraiment significatif qu'à partir de 1995 et se serait étalé sur plusieurs années. La création de l'aide aux chômeurs créateurs ou repreneurs d'une entreprise (l'ACCRES) en 1994 constitue aussi un choc exogène qui concerne *a priori* les entreprises du commerce de détail. Le fait qu'elle vise essentiellement les très petites entreprises, non incluses dans l'échantillon, limite toutefois son impact potentiel sur les résultats de l'étude.

## 2. Rationnement du crédit



Source : Aubier et Cherbonnier (2007).

### 3.2. La nécessité d'une intervention publique

Dès lors que des imperfections de marché contraignent l'accès au crédit des PME, il est naturel d'envisager une intervention de l'État afin d'en limiter les effets. Celle-ci peut prendre plusieurs formes. Afin d'améliorer l'accès au crédit des entreprises rationnées, l'État peut inciter les banques à leur réserver des ressources spécifiques pour se financer (on parle alors de « prêt fléché »), ou à leur accorder des conditions de crédit plus favorables que celles du marché (« prêt bonifié »). Les prêts CODEVI sont un exemple de prêts fléchés. L'État peut également diminuer le risque supporté par les banques lorsqu'elles prêtent aux entreprises risquées en prenant à sa charge une partie des pertes réalisées en cas de défaut (« prêt garanti »).

La littérature académique s'accorde généralement pour considérer les prêts garantis comme le mode d'intervention le plus efficace pour traiter le rationnement du crédit (cf. Gale, 1990). À la différence des autres modes d'intervention, les prêts garantis présentent en effet l'avantage de lier directement l'incitation publique au niveau de risque de l'entreprise à laquelle la banque accorde un prêt. Les prêts bonifiés et les prêts fléchés présentent davantage le risque de générer des « effets d'aubaine » pour les banques (celles-ci se contenant d'engranger l'aide publique en la faisant bénéficier à des prêts qu'elles auraient accordés de toute façon) voire des distorsions (l'aide publique permettant alors aux banques de prêter à des projets insuffisamment rentables)<sup>(16)</sup>.

(16) On ne traite pas ici du cas particulier des projets qui génèrent des externalités positives, et qui peuvent justifier une subvention plus significative de l'État malgré des effets d'aubaine : projets innovants, dont le financement peut favoriser à terme l'éclosion d'autres entreprises ou améliorer la rentabilité de celles qui existent déjà, ou encore insertion sociale des personnes en difficultés (mesure type ACCRE pour faciliter la création d'entreprise par des chômeurs).

Pour autant, les modalités de tels dispositifs sont très délicates à définir si l'on souhaite éviter qu'ils induisent une mauvaise allocation des ressources, vers des projets dont la rentabilité est insuffisante au regard des risques encourus, ou vers des projets qui auraient de toute façon obtenu un financement même en l'absence de garantie publique. Une façon d'éviter ce second problème peut être d'imposer aux entreprises bénéficiaires de justifier qu'elles n'ont pas pu obtenir de crédit directement auprès des banques, à l'instar de ce qui est prévu par la *Small Business Administration* qui couvre jusqu'à 85 % des prêts inférieurs à 150 000 dollars et jusqu'à 75 % des prêts d'un montant supérieur à 150 000 dollars, pour une tarification relativement faible<sup>(17)</sup>. L'autre option est de facturer aux banques un tarif élevé en échange de cette garantie publique, comme le fait le programme anglais (SFLG) qui vise exclusivement les petites entreprises sans collatéral, sélectionnées par les banques en échange d'une prime élevée de 2 % par an du montant total.

En France, l'action de l'État s'est progressivement renforcée sur les garanties de prêts, via l'intervention D'OSÉO-Sofaris, qui en 2005 a apporté sa garantie une fraction d'un montant de 4,5 milliards d'euros de nouveaux prêts accordés à 40 800 entreprises. La garantie proposée par OSÉO aux banques couvre 40 à 70 % du montant du prêt, et sa tarification est de 0,6, 0,7 ou 0,9 % du montant total selon que celle-ci porte sur 40, 50 ou 70 % du prêt ce qui, ramené à l'encours garanti, représente respectivement 150, 140 et 130 pdb. Les bénéficiaires sont des entreprises en création, en phase transmission et de développement sélectionnées par les banques.

Des travaux ont permis de fournir une première estimation de ce que devrait être en France la tarification optimale de la garantie permettant de limiter au maximum les effets d'aubaine. Ces travaux supposent que les banques sont en mesure d'identifier la classe de risque « Banque de France » à laquelle appartient chaque entreprise sans toutefois connaître leur niveau de risque individuel. Le modèle prend en compte ainsi à la fois le manque d'information des banques (« asymétrie d'information »), et le comportement opportuniste des acteurs en présence pouvant conduire les banques à retenir des projets insuffisamment risqués, ou à sélectionner malgré elles des entreprises trop risquées (« anti-sélection »).

En supposant, à l'instar des discussions présentées dans la section 1.1 de ce complément, que la classe 3 subit un rationnement du crédit et constitue la cible principale de la garantie, il apparaît selon ce travail de modélisation que le tarif de la garantie devrait se situer dans une fourchette com-

---

(17) Une prime payée en une fois au moment de la contraction du prêt, comprise entre 2 et 3,5 % du montant garanti, à laquelle viennent se rajouter 0,545 % de frais annuels sur la portion garantie.

prise entre 150 et 250 pdb, en fonction de la quotité couverte, qui doit être au minimum de 35 %. Si la modélisation proposée reste grossière<sup>(18)</sup>, ce résultat apparaît à la fois robuste et intuitif, puisque la tarification de la garantie reste inférieure au coût du risque de l'entreprise moyenne, en théorie hors de la cible du dispositif. Cette conclusion invite donc à s'interroger sur la nécessité de rehausser la tarification de la garantie OSÉO afin de limiter les effets d'aubaine et de cibler clairement la garantie sur un segment de prêts plus risqué.

---

(18) Elle ne tient notamment pas compte de ce que seule une fraction des entreprises cherche à avoir recours au crédit bancaire, ce qui conduit à majorer naturellement le niveau de tarification optimale en considérant le segment risqué des entreprises dans son ensemble.

## Références bibliographiques

- Aubier M. et F. Cherbonnier (2007) : « L'accès des entreprises au crédit bancaire », *Trésor-Eco, Direction générale du Trésor et de la Politique économique*, n° 7.
- Bach L. (2005) : *Dans quelle mesure les entreprises françaises font-elles face à des contraintes de crédit ? Estimation à partir des dispositifs d'aide au financement des PME (1991-2001)*, Mémoire de DEA de EHESS/Delta.
- Cherbonnier F., A. Épaulard et X. Payet X. (2006) : « Le droit des défaillances d'entreprises », *Diagnostics, Prévisions et Analyses Économiques, DGTPE*, n° 101.
- Commission Bancaire (2004) : « Le traitement des engagements sur les PME dans Bâle II (CP3) », *Bulletin de la Commission Bancaire*, n° 30, avril.
- Crépon B. et R. Duhautois (2004) : « Ralentissement de la productivité et réallocations d'emplois : deux régimes de croissance », *Économie et Statistique*, n° 367.
- Davydenko S. et J. Franks (2006) : « Do Bankruptcy Codes Matter? A Study of Defaults in France, Germany and the UK », *London Business School*.
- Dietsch M. et A. Tisseyre (2005) : « Bâle II et les PME : perspectives sur les conditions d'accès au crédit des PME », *Revue Banque*, n° 669, mai.
- Edmond F. (2006) : « Le coût du crédit aux entreprises », *Bulletin de la Banque de France*, n° 145, janvier, pp. 43-45.
- Épaulard A. et A. Pommeret (2007) : « Bankruptcy Law and Firms' Behavior », *Swiss Finance Institute Research Paper*, n° 07-08.
- Foster L., J. Haltiwanger et C.J. Krizan (1998) : « Aggregate Productivity Growth: Lessons from Microeconomic Evidence », *NBER Working Papers*, n° 6803.
- Gale W. (1990) : « Federal Lending and the Market for Credit », *Journal of Public Economics*, vol. 42, n° 2, pp. 177-193.
- La Porta R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer et R. W. Vishny (1998) : « Law and Finance », *Journal of Political Economy*, n° 106, pp. 1113-55.

- Maddala G. et F. Nelson (1974) : « Maximum Likelihood Methods for Models in Market Disequilibrium », *Econometrica*, n° 42, pp. 1003-1030.
- Stiglitz J. et A. Weiss (1981) : « Credit Rationing with Imperfect Information », *American Economic Review*, n° 71, pp. 393-410.
- Wihlborg, C., S. Gangopadhyay et Q. Hussain (2001) : « Infrastructure Requirements in the Area of Bankruptcy Law », *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*.
- Wood P.R. (1995) : *Principles of International Insolvency*, London Sweet and Maxwell, Londres.



## Résumé

Les PME correspondent à une réalité très diverse, qui va de la micro-entreprise de proximité jusqu'à l'entreprise *high-tech* future *leader*, en passant par l'entreprise traditionnelle solidement établie sur son marché. Parce qu'elles contribuent au renouvellement du tissu productif et sont porteuses d'innovation, le développement des PME est un objectif des politiques publiques. L'objet de ce rapport est d'examiner les obstacles financiers susceptibles de brider le développement de ces entreprises et de formuler des propositions visant à éliminer ou à contourner ces barrières.

Avant de développer l'analyse, Grégoire Chertok, Pierre-Alain de Malleray et Philippe Pouletty rappellent les spécificités françaises en matière de financement d'entreprises. Tout d'abord, le financement par la dette a été privilégié par rapport à celui sur fonds propres, qui impliquent une possibilité de prise de contrôle de l'entreprise. Ce fait a bridé le développement des marchés de fonds propres en France. Ensuite, les entreprises ont été habituées à une intervention de l'État dans le domaine de la distribution de crédit. Enfin, une moindre culture de la prise de risque a empêché que ne se développe une véritable tarification du crédit risqué, bloquant ainsi la sélection des projets par le niveau du taux d'intérêt.

### **1. Le financement, une clé de la croissance des PME**

#### **Poids et dynamisme des PME françaises**

Les petites et moyennes entreprises (PME) françaises, entreprises dont l'effectif est inférieur à 250 salariés, le chiffre d'affaires inférieur à 50 millions d'euros, ou le bilan inférieur à 43 millions d'euros, pèsent pour 66 % de l'emploi marchand et 56 % de la valeur ajoutée marchande de l'économie française. Mesurer la contribution des PME à la dynamique économique est délicat, car la réussite de l'entreprise conduit souvent à ce qu'elle quitte la catégorie, soit en devenant une « grande entreprise » par franchissement des seuils, soit en étant absorbée par un groupe. Après neutralisation de ces effets, il apparaît que, sur la période 1999-2006, la croissance nette de l'emploi des PME (13 %) est bien supérieure à celle des emplois marchands (8 %).

## **Un schéma de développement original : disparaître pour survivre**

Pourtant, comparé aux États-Unis, au Royaume-Uni ou à l'Allemagne, la France souffre d'une difficulté à faire croître ses PME, c'est-à-dire à transformer ses gazelles en des « grandes » entreprises prospères et conquérantes sur les marchés internationaux. Plus que dans les autres pays, la croissance d'une PME aboutit à sa disparition ou à sa perte d'autonomie par absorption ou filialisation au sein d'un groupe. Pour Grégoire Chertok, Pierre-Alain de Malleray et Philippe Pouletty, la difficulté des PME autonomes à se financer auprès des banques ou sur les marchés financiers les pousse à rechercher le « confort » des marchés de capitaux internes des groupes.

## **Le danger d'un renouvellement insuffisant du tissu productif**

Ce schéma d'intégration au sein des groupes n'est pas forcément le plus mauvais, mais il semble moins adapté dans le contexte d'une croissance qui opère par la « création destructrice ». La croissance de PME autonome est donc un enjeu crucial des politiques économiques, qui passe par une action simultanée sur les trois marchés : marché des biens et services, marché du travail et marché du financement.

## **Le malthusianisme du marché du financement**

Comment la finance contribue-t-elle à cette croissance ? Grégoire Chertok, Pierre-Alain de Malleray et Philippe Pouletty observent d'abord que la rentabilité des PME est élevée, ce qui suggère une sélectivité excessive des marchés, principalement du marché du financement. Ils constatent ensuite que la structure financière des PME s'est « assainie » de 1990 à 2005 par un désendettement notamment auprès des banques. Pourtant, ce rééquilibrage du bilan en faveur des fonds propres ne se traduit pas par davantage d'investissements, mais par une augmentation de la trésorerie ce qui témoigne d'un comportement de « précaution » de la part des entrepreneurs. D'un point de vue financier, les PME françaises se heurtent à une double contrainte mortifère : la réticence des banques à les financer par la dette, d'un côté, la difficulté à mobiliser des fonds propres, de l'autre.

Ce double rationnement financier structure le rapport.

## **2. Développer les PME autonomes en favorisant le financement en fonds propres**

Faciliter le recours des PME au financement par fonds propres est essentiel dans un contexte de recul des crédits bancaires accordés. Pourtant, une entrée dans le capital implique une perte de contrôle pour l'entrepreneur, mais des PME autonomes n'ont d'autres choix pour se développer.

## Le capital-risque

Les fonds de capital-risque participe à la chaîne de financement en apportant des capitaux aux PME en croissance dans les phases d'expansion et développement. Agissant dans l'aval des phases d'amorçage et de création, ces fonds prennent le relais des crédits publics ou privés d'aide à la création et des apports personnels des entrepreneurs, de sa famille ou des « investisseurs providentiels » (*business angels*). Pour l'entreprise, la sortie du capital-risque s'effectue vers les marchés financiers (*IPO, initial public offering*) ou bien par un rachat par une autre entreprise (*trade sales*).

Comparé aux États-Unis, les auteurs montrent le retard européen « continental » dans ce domaine. La France n'est pas la plus mal armée, mais cette industrie souffre de défauts : des équipes gestionnaires de fonds au profil trop « gestionnaire », des fonds en proximité immédiate des banques, des synergies insuffisantes entre les universités et l'industrie, des réseaux de *business angels* balbutiants, et des marchés financiers alternatifs quasi inexistant.

Sur chacun de ces points, les auteurs effectuent des propositions pour améliorer l'écosystème de l'entrepreneuriat technologique.

## Des marchés financiers pour les PME ?

Les marchés financiers alternatifs ou déréglementés (Alternext à Paris, AIM, *Alternative Investment Market*, à Londres) constituent plus un complément qu'une alternative aux fonds de capital-risque pour drainer des fonds propres vers les PME. Les auteurs utilisent l'exemple du secteur des biotechnologies pour montrer l'écart entre les États-Unis et l'Europe, et plus particulièrement la France. La création d'Alternext ne suffit pas à contester la position de *leader* de l'AIM sur le continent européen. Pour les auteurs, des marchés nationaux ne peuvent atteindre la taille critique en termes de liquidité. Une initiative européenne doit être prise pour créer un marché de valeurs de croissance à réglementations allégées commun à la zone euro.

## Les aides publiques à la R&D

Les aides publiques à la R&D relâchent la contrainte sur le financement des entreprises technologiques. La France utilise plus que ses partenaires de l'OCDE des fonds publics pour effectuer des dépenses de R&D : autour de 1 % du PIB. Globalement, cette dépense publique n'opère pas comme un levier sur le niveau des dépenses privées en R&D, puisque la première a augmenté alors que les secondes stagnent. Grégoire Chertok, Pierre-Alain de Malleray et Philippe Pouletty s'interrogent alors sur la manière dont cette dépense est dirigée vers les entreprises en fonction de leur taille et de leur secteur d'activité.

Les comparaisons internationales ne sont pas aisées, mais les auteurs observent que la France présente un déficit de dépenses en R&D pour les entreprises de taille moyenne (entre 50 et 500 salariés). Pourtant ces entreprises profitent moins des dispositifs d'aide publique que les plus grosses. La réforme du crédit impôt recherche (CIR) intervenues au cours de l'année n'est pas susceptible d'inverser ce phénomène puisqu'elle est davantage axée sur les entreprises dont l'effectif salarié est supérieur à 1 000.

Par ailleurs, il apparaît que les aides à la R&D sont concentrés dans quelques secteurs. Ainsi les industries automobile et pharmaceutiques, qui pèsent 30 % dans les dépenses intérieures de R&D, reçoivent seulement 2,9 % des aides publiques hors CIR.

L'efficacité de la dépense publique en R&D doit être évaluée, ce qui permettrait de mieux la diriger notamment vers les PME.

### **Orienter l'épargne vers les PME**

La difficulté des PME à obtenir des fonds propres est liée à la manière dont se structure l'épargne des ménages entre les différents placements (logements, assurance-vie, valeurs mobilières, épargne salariale...). Malgré la multiplication des incitations fiscales en faveur des placements dirigés vers les PME (création des FCPR, des FCPI et des FIP, dispositif Madelin, disposition ISF de la loi TEPA...), la défiscalisation en matière d'épargne favorise des placements peu risqués tels les contrats d'assurance-vie ou bien des placements immobiliers (aides Robien, Borloo, dispositif Girardin pour les DOM...) et mobiliers (navire de pêche, groupements forestiers) plutôt qu'un investissement productif plus risqué. Les auteurs proposent que les professionnels de l'assurance-vie s'engagent à investir une fraction de leurs actifs dans les PME innovantes. Ils demandent à ce que les dispositifs de fiscalisation favorables au PME gagnent en unité et soient systématiquement évaluées.

## **3. Les obstacles au financement par la dette**

### **Crédit bancaire et juste prix du crédit**

La banque continue en France à être le partenaire privilégié des PME pour leur financement. Certains signes montrent pourtant que ce marché du financement fonctionne mal, et qu'il apparaît des phénomènes de rationnement du crédit. Selon une étude citée par le rapport, 40 % des PME françaises auraient estimé sur la période 1985-1995 ne pas avoir eu accès au crédit tout en étant prêtes à en payer le prix. L'extension des prêts CODEVI aux PME des secteurs du commerce, intervenue entre 1993 et 1995 s'est traduite par une hausse de 4 % de l'endettement des entreprises concernées, conséquence d'un relâchement de la contrainte du financement.

On trouve également trace du rationnement en examinant le fonctionnement du couple risque-rendement, c'est-à-dire du niveau des primes de risque exigées par les banques au regard des activités des entreprises concernées. Ces primes sont étonnamment faibles, ce qui montre que les banques préfèrent renoncer à distribuer un crédit plutôt qu'à encaisser la prime de risque. Ce rationnement conduit à une sélectivité excessive des entreprises et à des défaillances prématurées : une entreprise défaillante sur deux a moins de quatre ans d'existence.

## **Le contexte réglementaire**

Même s'il est inhérent à la relation financeurs-financés, l'importance du rationnement du crédit est liée à l'environnement réglementaire. Plusieurs pistes sont explorées dans le rapport. Tout d'abord, la réglementation de l'usure fixait un plafond au niveau du taux d'intérêt. Cette réglementation a été réformée en 2006 par les lois Dutreil, et il semble que cette réforme porte aujourd'hui ses fruits. Ensuite, le droit de la défaillance d'entreprises en France ne favorise pas les créanciers. Ce droit pousse les banques à exiger des collatéraux importants dans les opérations de crédit. Pourtant, le taux de recouvrement des créances en cas de faillite est plutôt faible en France. Plus grave, les redressements, lorsqu'ils s'opèrent, débouchent moins qu'au Royaume-Uni sur la survie de l'entreprise et la sauvegarde de l'emploi. Malgré quelques avancées récentes, les auteurs préconisent d'accroître la protection des créanciers. Ils visent en particulier le « super-privilège » de l'AGS (Association pour la gestion du régime de garantie des créances des salariés). Enfin, la dernière cause du rationnement est à rechercher dans la structure concurrentielle de l'industrie bancaire et des établissements de crédit. La PME est très souvent mono-bancaire, ce qui peut témoigner d'un pouvoir de marché exercé par la banque. On sait que les établissements répercutent peu le coût de la ressource sur le niveau des taux d'intérêt débiteurs. Il apparaît également que les banques abaissent leur marge sur la distribution de crédits en favorisant les opérations les moins risquées, tout en augmentant les prélèvements sur d'autres opérations. La sous-tarification du risque est amenée à se réduire avec la mise en place des règles prudentielles Bâle II, qui prévoit de faire évoluer le capital réglementaire avec le niveau de risque du crédit. Les auteurs proposent d'accroître la concurrence sur le marché du crédit en autorisant des entreprises non bancaires, correctement réglementées et supervisées, à entrer sur ce marché. Cela concerne le crédit-bail et l'affacturage mais surtout le développement de fonds proposant de la dette mezzanine. Ce type de dette, à mi-chemin entre les fonds propres et la dette bancaire, est très adapté au financement d'entreprises émergentes dont le collatéral est par nature réduit.

## **Quelles interventions publiques ?**

L'État doit adapter la réglementation pour ne pas favoriser le rationnement du crédit aux PME. En même temps, l'origine ultime de ce rationnement tient aux asymétries d'information qui caractérisent la relation inves-

tisseur-entrepreneur, et qui sont exacerbées dans le cas de PME et d'entreprises en croissance. Une réponse pertinente à ces imperfections est de mettre en place des systèmes de « prêts garantis » plutôt que d'accorder des « prêts bonifiés » ou des « prêts fléchés ». Le dispositif français en la matière est piloté par OSÉO-Garantie et va dans le bon sens. Il semble pourtant que ce dispositif pourrait encore être amélioré en tarifant à un niveau un peu supérieur l'octroi de la garantie.

Grégoire Chertok, Pierre-André de Malleray et Philippe Pouletty évoquent une autre voie consistant à faire émerger une forme de marché obligataire à disposition des PME en s'appuyant sur la dette mezzanine. Un marché obligataire traditionnel est exclu pour des entreprises de taille moyenne. Le développement de la dette mezzanine est favorisé par des opérations de titrisation comme c'est le cas aujourd'hui en Allemagne ou en Espagne. L'État intervient en standardisant les véhicules de titrisation, en mettant en place des fonds communs de créance, et en proposant de garantir auprès des investisseurs certaines tranches de la dette titrisée. Au sein de ce dispositif, OSÉO-Garantie occuperait une place centrale.

### **La question des délais de paiement**

Le montant des encours de crédit commercial représente en France 600 milliards d'euros, un montant quatre fois supérieur à la dette des entreprises auprès des institutions financières. Le financement inter-entreprise est ainsi un enjeu crucial, et sur ce terrain le débat public concerne les délais de paiement. La France se caractérise par des délais de paiement relativement longs (66 jours) et quelquefois mal respectés. Selon l'Observatoire des délais de paiement, cette situation pénalise davantage les PME que les grandes entreprises. Deux mesures sont susceptibles d'améliorer cette situation. La première consiste à réduire les délais de paiement de la sphère publique. La seconde porte sur le développement de prestations financières externes aux PME comme l'affacturage. Dans les pays du nord de l'Europe, ces techniques ont permis de réduire sensiblement les délais de paiement. Les auteurs préconisent de soustraire à l'impôt sur les sociétés une partie des frais d'affacturage.

## **4. Commentaires**

David Thesmar est sceptique quant à l'existence d'un problème de financement spécifique aux PME et qui viendrait légitimer l'intervention publique. L'asymétrie d'information entre l'entrepreneur et son investisseur est certes exacerbée pour les PME, mais l'intervention publique s'y heurte plus qu'elle ne la réduit. Il cite à ce sujet l'impact réduit de l'élargissement, intervenu en 1995, de la garantie SOFARIS sur le niveau de l'emploi des entreprises concernées.

Pour David Thesmar, le développement du capital-risque est entravé par la faiblesse des rendements distribués aux investisseurs. Si, à rebours de l'idée de rationnement du crédit, la faiblesse des rendements provient d'un manque de rentabilité des PME, alors il serait néfaste de pousser les assureurs à investir davantage sur ce compartiment.

Il considère que le recours à des formes hybrides de dette (dette mezzanine) est une piste à explorer, qui aurait mérité de plus grands développements. Enfin, il met en avant deux « pépites » de ce rapport. D'une part, David Thesmar est en accord avec les auteurs sur la nécessité de voir les créanciers hypothécaires mieux placés en cas de faillite. D'autre part, il considère que le développement de l'affacturage serait une bonne manière de réduire les besoins en fonds de roulement.

Philippe Trainar considère que ce rapport est pertinent par son analyse et problématique par les propositions qu'il préconise. En effet, le lien entre sous-performance des PME et défaillance des marchés, qui légitime l'intervention publique, n'est pas solidement établi par les auteurs du rapport. Il s'inquiète alors de l'efficacité des avantages fiscaux à accorder et plus particulièrement du redéploiement vers les PME des dispositifs d'aide à la R&D. Ces dispositifs, et notamment le crédit impôt recherche, n'ont pas vocation à aider une catégorie particulière d'entreprises. Philippe Trainar considère que certaines analyses effectuées dans le rapport auraient pu être plus approfondies. Ainsi le constat d'un insuffisant investissement des sociétés d'assurance-vie dans le capital des PME est-il à nuancer.



# Summary

## SME Financing

SMEs are, in fact, highly diverse, ranging from local very small businesses and traditional, well-established companies, to leading high-tech firms of the future. Because SMEs contribute to the renewal of the productive fabric and bring innovations to market, their development has become a public policy objective. The purpose of this report is to examine the financial obstacles likely to hold back the growth of these companies while making recommendations for eliminating or circumventing these barriers.

Before providing more detailed analysis, Grégoire Chertok, Pierre-Alain de Malleray and Philippe Pouletty point out certain specifically French aspects of SME financing. First of all, debt financing in France has been given precedence over equity financing, which offers the possibility of acquiring the company. This fact has curbed the development of equity markets in France. Second, companies have grown accustomed to government intervention in the area of credit allotment. Lastly, a limited risk-taking culture has prevented the development of accurate pricing of high-risk loans, thereby blocking project selection through the level of interest rates.

### **1. Financing, a key to SME growth**

#### **Economic clout and robustness of French SMEs**

French SMEs, which are characterised as companies with fewer than 250 employees, with sales of less than 50 million euros, or a balance sheet of less than 43 million euros, account for 66% of the jobs in the private sector and 56% of the added value in the French economy. Gauging the SMEs' contribution to economic dynamism is not an easy task, because a

company's success often leads to it no longer meeting SME classification criteria, either by virtue of it becoming a «large enterprise» when it exceeds the defined thresholds or as a result of being acquired by a group. Discounting these effects, it would appear that over the period from 1999 to 2006, the net growth in employment by SMEs (13%) far exceeded that of employment in the private sector as a whole (8%).

### **An unusual growth process: disappearing to survive**

Compared to the United States, the United Kingdom and Germany, France has had difficulty in increasing the number of its SMEs, that is, in transforming its high-growth companies into «large,» profitable and significant players in the international markets. More often than is the case in other countries, a growing SME ends up disappearing altogether or losing its independence after being acquired or made a subsidiary within a group. According to Grégoire Chertok, Pierre-Alain de Malleray and Philippe Pouletty, the difficulty for stand-alone SMEs to obtain financing from banks or on financial markets has prompted them to seek the relative «comfort» of internal capital markets within groups.

### **The danger of inadequate renewal of the production system**

This pattern of SMEs entering into a group structure is not necessarily the worst-case scenario, but it seems to be the least suited to a situation where growth is achieved through a process of «create and destroy». The growth of standalone SMEs has thus become a key economic policy issue, which entails taking action simultaneously on three markets: goods and services, the labour market and the financing market.

### **Malthusian dynamics underlying the financing market**

How does financing contribute to such growth? Grégoire Chertok, Pierre-Alain de Malleray and Philippe Pouletty have noted, first of all, that SMEs are highly profitable, which suggests that markets, and primarily the financing market, are excessively selective. They then noted that the capital base of SMEs «improved» between 1990 and 2005, through debt reduction, notably in terms of lower indebtedness to banks. However, the restructuring of the balance sheet in favour of greater equity participation has not translated into more investments but, rather, into an increase in cash resources, as entrepreneurs adopt a more cautious attitude. From a financing point of view, French SMEs face a dual lethal constraint: the reluctance on the part of banks to engage in debt financing, on the one hand, and the difficulty of raising equity, on the other.

A dual scarcity of financial resources underpins this report.

## 2. Developing stand-alone SMEs by promoting equity financing

Facilitating SMEs' access to equity financing is crucial at a time when banks are tightening lending conditions. However, offering equity ownership stakes means that the entrepreneur loses a degree of control over the business, but stand-alone SMEs have no other options for pursuing growth.

### Venture capital

Venture capital funds participate in the financing chain by providing capital to growing SMEs in their early expansion and development stages. Coming into play downstream of the seed and start-up stages, these funds take over from public or private aid aimed at supporting start-up firms and investments originating from the entrepreneurs' personal resources, family members or business angels. For the company, common outlets for venture capital investments are provided by the financial markets (IPOs or *initial public offerings*) and acquisition by another company (trade sales).

The authors show that, compared to the US, continental Europe has tended to lag behind in this area. Although France is relatively well-positioned to meet the challenge, the sector suffers from a number of drawbacks: fund management teams are overly «management-oriented»; funds are too closely connected to local banks; insufficient synergies between universities and industry; business angels networks are still in their infancy, and alternative financing markets are virtually non-existent.

On each of these points, the authors make recommendations for improving the ecosystem of technical entrepreneurship.

### Financial markets for SMEs?

Alternative or deregulated financial markets (Alternext in Paris, AIM (*Alternative Investment Market*) in London) provide a complement to the main market rather than being true alternatives to venture capital funds for channelling equity towards SMEs. The authors use the example of the biotechnology sector to show the breadth of the gap between the US and Europe, and especially France. The creation of Alternext is not enough to seriously challenge the AIM's position as leader on the European continent. In the authors' view, domestic markets cannot attain proper critical mass in terms of liquidity. A European initiative must be undertaken to create a growth stock market in the euro zone, with shared, simplified regulations.

## Public R&D subsidies

Public R&D subsidies have eased the constraints on financing high-tech firms. France, more than its OECD partners, uses public funds for R&D spending, which accounts for about 1% of GDP. Overall, public expenditure does not provide a lever to promote private R&D expenditure, insofar as the former is on the increase whereas the latter has remained stagnant. In that light, Grégoire Chertok, Pierre-Alain de Malleray and Philippe Pouletty consider the ways in which such expenditure has been directed towards firms according to their size and business segment.

International comparisons are not easy to make, but the authors observe that France shows a deficit in R&D expenditures for medium-sized companies (between 50 and 500 employees). However, these companies benefit less from government subsidies than do the largest firms. Research tax credit reforms, which were enacted during the year, are not likely to reverse this trend because they were intended mainly for companies with more than 1000 employees.

Furthermore, it appears that R&D subsidies are concentrated in a few sectors. For example, the automobile and pharmaceutical industries, which represent 30% of domestic R&D expenditures, receive merely 2.9% of public subsidies, aside from research tax credits.

The efficiency of public R&D expenditures needs to be evaluated, notably, with a view toward arriving at a better channelling of funds toward SMEs.

## Channelling savings toward SMEs

The difficulty that SMEs face in obtaining equity reflects the allocation of household savings between various investments (property, life insurance, marketable securities, employee savings schemes, etc.). In spite of the growing number of tax incentives aimed at encouraging investment in SMEs (creation of venture capital funds («FCPR»), local investment funds («FIP») and innovation investment funds («FCPI»), the Madelin measure, wealth tax provisions under «TEPA» (Law for the Promotion of Labour, Employment and Purchasing Power, etc.), savings-related tax credits and exemptions intended to encourage low-risk investments such as life insurance or property (Robien Borloo tax breaks, and Girardin incentives promoting investments in French overseas territories, etc.) and in tangible assets (fishing boats, forestry units) rather than riskier business investments. The authors recommend that the life insurance industry commit to investing a portion of its assets in innovative SMEs. They also call for greater coherence between tax rules and policies favouring SMEs, and their systematic assessment.

### 3. Obstacles to debt financing

#### Access to bank financing and fair interest rates

In France banks remain SMEs' preferred source of financing. However, there are signs that this financing market operates poorly and suggestions of credit rationing. According to a study cited in the report, 40% of French SMEs feel that they were denied credit over the period from 1985 through 1995, even though they were prepared to pay the interest rate the bank would have applied. The granting of CODEVI («Savings Accounts for Industrial Development») loans to SMEs, between 1993 and 1995, resulted in a 4% rise in these companies' indebtedness, due to the easing of financing constraints.

Signs of rationing can also be seen when examining the risk-reward tradeoff, i.e. the level of risk premiums required by banks in light of the companies' activities. These premiums are surprisingly low, which tends to show that banks prefer to refrain from granting a loan rather than charge a risk premium. Such rationing leads to excessive selectiveness of companies and early bankruptcies: one bankrupt firm out of two had been in existence for less than four years.

#### The regulatory framework

Even if it is inherent to the lender-borrower relationship, widespread credit rationing is linked to the regulatory environment. Several avenues are explored in this report. First, there are lending rules which set a cap on interest rates. These rules were revised in 2006 by the so-called «Dutheil Laws,» and the resulting reforms are now bearing fruit. Second, corporate bankruptcy law in France does not favour creditors. It encourages banks to require significant amounts of collateral for credit transactions. However, the debt recovery rate in the event of bankruptcy is rather low in France. More worryingly, turnaround plans for distressed companies, when implemented, are less likely to lead to the firm's survival and job preservation than in the United Kingdom. In spite of recent progress, the authors recommend that creditor protections be extended, along the lines of special priority or «super-priority» claims held by AGS (*Association pour la Gestion du régime de garantie des créances des Salariés*, or Association for the Management of the Employee Payment Guarantee Scheme). Thirdly, the final cause of rationing is to be found in the competitive structure of the banks and financial institutions. Very often an SME relies on a single bank, which usually reflects the bank's market share. Findings suggest that institutions pass on only a small portion of the cost of financing to the interest rate charged to borrowers. It would also appear that banks lower their margin on bank loans while favouring less risky transactions and increasing charges applied to other transactions. The under-pricing of risk is expected to diminish with the implementation of Basel II prudential rules intended to

foster greater prudence and ensure that Tier One capital requirements are more risk sensitive. The authors suggest that competition on the credit market ought to be enhanced by authorising properly regulated and supervised non-banking financial institutions to operate there. That would include firms engaging in leasing and factoring but, especially, the development of funds offering mezzanine debt financing. This type of debt, which is midway between bank debt and equity, is very well suited to financing emerging companies which, by their very nature, can only provide limited collateral.

### **What types of public interventions should be made?**

The State must adapt existing regulations in order to discourage credit rationing to SMEs. At the same time, the ultimate source of such rationing is the asymmetry in available information, which is a characteristic of the investor-entrepreneur relationship, and which is exacerbated in the case of SMEs and growth companies. A pertinent reply to these shortcomings would be to set up a loan guarantee system rather than granting soft loans or targeted loans. French regulations in this area are being steered by OSEO-Garantie and seem to be moving in the right direction. However, these provisions could be improved still further by applying a higher rate to the guarantee.

Grégoire Chertok, Pierre-André de Malleray and Philippe Pouletty state that another avenue to be explored is the idea of creating a bond market for SMEs, which would rely on mezzanine debt. A traditional bond market is beyond the reach of medium-sized enterprises. The development of mezzanine debt would contribute to the development of securitization transactions, as is currently the case in Germany and in Spain. The State intervenes by standardising securitization vehicles, by setting up debt investment funds, and by offering to underwrite tranches of securitized debt for investors. OSEO-Garantie would play a central role within this particular mechanism.

### **The issue of settlement periods**

In France the amount of outstanding trade credit represents 600 billion euros, a sum four times higher than corporate debt with banks. Thus, inter-company financing is a crucial issue, and public debate in that regard has centred on settlement periods. France has relatively long settlement periods (66 days), which are sometimes not met. This situation penalises SMEs much more than large firms. Two measures are likely to bring about improvements. The first would entail reducing settlement periods in the public sector. The second entails outsourcing financial services for SMEs, such as factoring. In Northern European countries, these techniques have led to a dramatic reduction settlement periods. The authors recommend that a portion of factoring charges be exempt from taxation.

## 4. Comments

David Thesmar is sceptical about the existence of a financing problem specific to SMEs that would warrant state intervention. The asymmetry of information available to the entrepreneur and its investor is indeed exacerbated for SMEs, but state intervention aggravates rather than alleviates the problem. To make his point, he cites the limited impact of the extension of SOFARIS guarantees in 1995, in terms of the level of employment at the relevant companies.

For Thesmar, the development of risk capital is hindered by the low returns distributed to investors. If, contrary to the arguments about credit rationing, low returns are due to SMEs' lack of profitability, it would be wrong to encourage insurance companies to invest further in this sector.

He believes that reliance on hybrid forms of financing (mezzanine debt) is an avenue to be explored, and which should have been developed further. He then points out two of the report's significant findings. First, Thesmar agrees with the authors' assessment as to the need to give mortgage creditors higher priority for repayment in case of bankruptcy. Second, he agrees that the development of factoring would be a good way to reduce working capital requirements.

Philippe Trainar feels that the report offers pertinent assessments but remains problematic in terms of the recommendations it puts forward. For example, he states that the purported link between SMEs' under-performance and market deficiencies, which is used to justify state intervention, is not firmly established by the authors; hence, his doubts about the efficiency that supposedly stands to be gained from granting tax benefits and, in particular, from redeploying R&D subsidies for SMEs. These measures, and, notably, the research tax credit, are not designed to help a specific category of companies. And Trainar feels that certain assessments made in the report should have been developed in further detail. In particular, the contention that life insurance companies have not invested sufficiently in the capital of SMEs warrants more careful examination.



PREMIER MINISTRE

# Conseil d'Analyse Économique

113 rue de Grenelle 75007 PARIS

Téléphone : 01 42 75 53 00

Télécopie : 01 42 75 51 27

Site Internet : [www.cae.gouv.fr](http://www.cae.gouv.fr)

## Cellule permanente

**Christian de Boissieu**

Président délégué du Conseil d'analyse économique

**Pierre Joly**

Secrétaire général

**Gunther Capelle-Blancard**

Conseiller scientifique

*Microéconomie  
Économie financière*

**Jérôme Glachant**

Conseiller scientifique

*Macroéconomie  
Théorie de la croissance*

**Lionel Ragot**

Conseiller scientifique

*Économie de l'environnement*

**Stéphane Saussier**

Conseiller scientifique

*Économie des institutions  
Économie des partenariats public/privé*

**Anne Yvrande-Billon**

Conseillère scientifique

*Économie industrielle  
Économie de la réglementation*

**Christine Carl**

Chargée des publications et de la communication

01 42 75 77 47  
[christine.carl@pm.gouv.fr](mailto:christine.carl@pm.gouv.fr)

**Agnès Mouze**

Chargée d'études documentaires

01 42 75 77 40  
[agnes.mouze@pm.gouv.fr](mailto:agnes.mouze@pm.gouv.fr)

