

# INTRODUCTION

NICOLAS DUFOURCQ\*

La question du financement des PME est, à n'en pas douter, l'un des sujets le plus souvent mis en avant dans le débat public comme responsable du manque de dynamisme de l'économie française depuis la crise financière de 2008-2009. Plus structurellement, le manque de PME solides et de croissance en France serait à l'origine d'une faible compétitivité de notre économie. Ou plutôt, un consensus émerge autour de l'idée que l'une des voies les plus sûres pour que la France renoue avec les gains de compétitivité et la croissance consisterait à miser sur le développement des PME. Celui-ci permettrait de compenser le recul du tissu industriel français, de bâtir les fondations de la croissance de demain, en capitalisant notamment sur le poids des PME dans l'économie française (plus d'un tiers de la valeur ajoutée et de l'emploi total), sur leur capacité d'innovation et sur le renforcement de leur position sur les marchés extérieurs, et surtout d'initier un redémarrage de l'investissement productif et porteur d'innovation.

9

C'est dans ce contexte que paraît ce numéro de la *Revue d'économie financière* (REF) consacré au financement des PME, thème appréhendé ici avec une série d'éclairages pertinents et, finalement, optimistes et dont il est possible de tirer des conclusions opérationnelles. Car l'enjeu est bien là : comprendre finement les PME, leurs spécificités, leurs contraintes, leurs atouts et leurs faiblesses, leurs projets et leurs besoins, pour que l'ensemble des acteurs de la chaîne du financement, des pouvoirs publics nationaux et européens qui fixent les règles du jeu, jusqu'aux chargés de clientèle ou d'affaires dans les banques et les

---

\* Directeur général, Bpifrance.

fonds d'investissement, puissent apporter des solutions aux hommes et aux femmes qui sont aux manettes de ces entreprises.

Ce numéro de la REF n'a évidemment pas l'ambition d'apporter des réponses à l'ensemble des problématiques économiques et financières propres aux PME. Il n'en constitue pas moins l'une des briques essentielles d'un vaste chantier auquel d'autres devront contribuer. C'est d'ailleurs dans cette perspective que j'ai souhaité que Bpifrance s'engage, avec Le Lab, dans cette démarche de contribution à l'enrichissement du savoir collectif et pluridisciplinaire sur les PME, aux côtés d'autres organismes dont le regard sur le sujet est primordial (Banque de France, Direction générale du Trésor, Observatoire du financement des entreprises par le marché...).

La photographie que nous livrent les contributeurs à ce numéro de la REF est riche et nuancée. Michel Dietsch et Xavier Mahieux partent des fondamentaux, fixant le cadre des questions qui sont ensuite examinées par l'ensemble des contributeurs. Ils nous rappellent en effet que les PME présentent des spécificités qui sont à la source de réelles contraintes et conduisent à un déficit de financement. Ces spécificités tiennent à des caractéristiques économiques et comportementales des chefs d'entreprise et de leurs financeurs et qui sont à l'origine de trois grands obstacles à leur financement : un déficit d'information, un déficit d'incitations à la croissance et une aversion de plus en plus marquée au risque des institutions financières, notamment en raison des évolutions de la réglementation bancaire et financière et d'une intense concurrence dans le secteur, comme le souligne Jean-Paul Betbèze. La manifestation concrète de ces difficultés de financement est d'ailleurs bien mise en avant par Jean-Marc Pillu et Yves Zlotowski : les grandes PME sont surreprésentées dans les défaillances d'entreprises, qui ont doublé depuis 2009 et ne baissent pas depuis, induites notamment par l'affaiblissement de la consommation des ménages et la détérioration de leur situation financière. Mais le manque de financement pour les PME est aussi associé aux structures du système financier qui ne canalise pas assez l'épargne vers ces entreprises.

La Banque de France et la Direction générale du Trésor entrent ensuite dans le concret pour dresser le tableau de la situation économique et financière. Élisabeth Kremp et Claude Piot font le constat que, dans un contexte marqué par la crise financière, puis par celle des dettes souveraines, les sources de financement des entreprises françaises ne se sont pas taries et que les conditions de financement, notamment bancaires, des PME françaises sont restées globalement favorables pendant et après le pic de la crise. Le crédit aux sociétés non financières en France a plutôt bien résisté (notamment si on le compare avec ce qui se passe dans le reste de la zone euro). Les encours de crédits bancaires

aux PME ont ainsi légèrement progressé depuis 2006, et l'ensemble des enquêtes et des études menées récemment suggèrent que les PME ne sont pas globalement confrontées à un phénomène de rationnement du crédit, même si des tensions sont enregistrées sur les financements à court terme (notamment en raison du poids de la dette fournisseur dans leur bilan que leur trop faible capacité de négociation avec leurs donneurs d'ordres ne permet pas de réduire).

Le second constat, dressé par Jean Boissinot et Guillaume Ferrero, dans un contexte de dégradation du taux de marge de certaines entreprises (en particulier les entreprises industrielles), est que les PME françaises ont maintenu un effort d'investissement élevé ces quinze dernières années, au prix d'un endettement croissant, mais maîtrisé grâce à la baisse du coût de la dette. Dans le même temps, les entreprises ont maintenu une situation financière relativement saine grâce au renforcement de leurs fonds propres, au travers d'une politique de mise en réserve des résultats plutôt que d'appel à des financements externes.

Néanmoins, malgré cet apparent dynamisme, l'investissement des entreprises laisse apparaître un déficit de projets d'investissement innovants et/ou réussis, dès avant la crise. La croissance du taux d'investissement refléterait d'abord la hausse de l'investissement en construction, liée pour l'essentiel à un effet prix. Il existe également des indices d'un investissement plus passif qu'offensif et insuffisamment productif, au moins pour ce qui concerne l'industrie. Outre que la hausse de la taille du bilan des entreprises, liée à la hausse concomitante de la dette qu'elles ont contractée et du niveau des fonds propres dans un contexte de croissance de la valeur ajoutée atone et de recul des marges, soulève la question de la soutenabilité de cette évolution, il importe de promouvoir le financement de l'investissement. C'est toute l'ambition des acteurs publics du financement des PME en Europe. Bpifrance finance et investit dans les PME, notamment innovantes et à fort potentiel de croissance, en soutenant des projets de développement à l'international et en jouant un rôle d'entraînement auprès des autres acteurs du financement. Bpifrance partage cette caractéristique avec la Banque européenne d'investissement et le Fonds européen d'investissement qui, à l'échelle européenne, travaillent en étroite concertation avec 370 banques et 481 fonds d'investissement en Europe et ont permis, comme le rappelle Philippe de Fontaine Vive, de financer, en 2013, 150 000 investissements d'entreprises, d'une valeur totale de 5,6 Md€.

Pour autant, les acteurs publics du financement ne peuvent, ni ne doivent porter seuls le financement des PME en France et en Europe. Ils doivent, à l'inverse, assumer un rôle qui crée un effet d'entraînement, une mobilisation des acteurs privés. Or force est de constater que la période actuelle est, sans doute, pour la première fois depuis la vague

de déréglementations du milieu des années 1980, traversée par un foisonnement d'initiatives, de projets visant à mobiliser les financements privés en direction des PME, notamment en raison des évolutions de la réglementation bancaire et d'une mise en œuvre mal maîtrisée des normes de Bâle III. Jean-François Pons et Benjamin Quatre montrent ainsi que ce sont moins les exigences de solvabilité que les nouveaux ratios de liquidité qui risquent, si l'on n'y prend garde, de se traduire par une diminution de la capacité des banques européennes à distribuer du crédit aux PME. Ils rejoignent en fait le propos de Karl-Peter Schackmann-Fallis et Mirko Weiss qui rappellent d'ailleurs fort justement l'objectif de neutralité que doit avoir la réglementation à l'égard du choix des acteurs pour l'un ou l'autre des modes de financement (bancaire contre marché) des PME. À cet égard, les discussions qui se dérouleront d'ici à la fin de 2014 à l'échelon communautaire pour finaliser les textes sur l'application des normes de Bâle III auront une importance capitale.

Au-delà des évolutions réglementaires, Jean-Paul Betbèze souligne également que l'application des nouvelles technologies au secteur financier alimente sa capacité d'innovation et la multiplication des offres de financements alternatives ou complémentaires au crédit bancaire classique, historiquement dominant en Europe. Jocelyne Bendriss, Bertrand Lavayssière et Mark Tilden dressent ainsi le panorama de cette nouvelle offre de financements : l'Euro PP, le renouveau de la titrisation, les fonds communs de titrisation, notamment pour les assureurs, ou l'émergence de financements directs par les particuliers, tel que le financement participatif. Sylvain de Forges et Philippe Roca présentent d'ailleurs en détail l'une de ces initiatives, à la fois simple et originale, visant à créer une banque détenue par des entreprises dont l'objet est de consentir à ses seuls actionnaires des lignes de crédit à moyen terme.

Aucune de ces initiatives n'a vocation à couvrir l'ensemble des besoins de financement des PME. De ce fait, toutes reposent sur des approches de risque et des conditions de fonctionnement particulières. Finalement, leur montée en puissance sera sans doute lente et elles n'offriront qu'une substitution partielle à l'intermédiation bancaire, et l'on peut supposer qu'à l'issue d'un processus schumpétérien classique, dans ce domaine comme dans d'autres, certains de ces projets trouveront leur place sur le marché, alors que les autres seront abandonnés. On peut, sans prendre beaucoup de risque, prédire que la palette des outils de financement à laquelle les PME auront accès dans cinq ans sera plus variée qu'elle ne l'est aujourd'hui.

Le recours au marché est la piste *a priori* la mieux connue parmi les outils de financement non bancaire des PME et des ETI (entreprises de taille intermédiaire). Est-ce effectivement le cas ? Grâce notamment au

programme de recherche de l'Observatoire du financement des entreprises par le marché, dont une partie des travaux est exposée ici en exclusivité (que l'Observatoire en soit ici remercié), force est de constater qu'il reste encore beaucoup à apprendre sur la nature, l'organisation et les conditions de fonctionnement de ces outils notamment pour, *in fine*, en faire des instruments de financement adaptés aux spécificités des PME.

Ainsi, en ce qui concerne le financement obligataire, dont la croissance a été significative depuis 2010, Emmanuel Boutron, Béatrice de Séverac et Philippe Dessertine montrent que pour que ce marché ne reste pas limité à une population de grosses PME et d'ETI, deux conditions sont nécessaires : qu'une certaine forme de mutualisation des émissions obligataires soit proposée pour permettre au marché de répondre aux émissions obligataires les plus petites, et que le risque puisse être correctement évalué. À cet égard, l'exemple des émissions obligataires des PME et des ETI allemandes est intéressant. Joël Petey montre que, de manière assez contre-intuitive, les caractéristiques économiques et financières de ces entreprises suggèrent qu'elles sont plus susceptibles d'être financièrement contraintes que les entreprises comparables n'émettant pas d'obligations. Cet effet est plus marqué lorsque la motivation principale de l'émission est le refinancement de la dette, suggérant qu'une partie des émissions est le fait d'entreprises exclues du crédit bancaire. Cela conduit à s'interroger sur le risque de ces obligations. L'étude des rendements actuariels fait en effet clairement apparaître une frange fortement spéculative sur ce marché.

Le recours au marché est également l'une des voies possibles pour le renforcement des fonds propres des PME et des ETI françaises, notamment dans une logique de financement de leur développement. Pour autant, les expériences récentes de l'Alternative Investment Market (AIM) et d'Alternext soulignent certains des écueils que peut receler le développement des marchés actions dédiés aux moyennes capitalisations.

Ainsi, Valérie Revest et Alessandro Sapio montrent que si l'AIM est caractérisé par un dynamisme certain en termes d'entrées, d'opérations d'augmentation de capital et de sorties volontaires, à l'inverse, les performances opérationnelles des entreprises se révèlent inférieures à celles d'entreprises similaires sur d'autres marchés boursiers, l'AIM ne jouant pas le rôle d'un tremplin pour les firmes innovantes.

De leur côté, dans une seconde contribution, Emmanuel Boutron, Béatrice de Séverac et Philippe Dessertine mettent en évidence un bilan contrasté d'Alternext en termes de performances économique et financière des entreprises listées trois ans après leur IPO (*initial public offering*).

Enfin, Paul Lagneau-Ymonet, Amir Rezaee et Angelo Riva soulignent que la performance d'Alternext (2005-2012) est moins mauvaise que ce qu'ont pu faire croire les critiques formulées, notamment lorsqu'on la compare à celle de l'AIM au même stade de développement. Ensuite, les caractéristiques de l'AIM ne permettent pas de l'ériger en modèle d'organisation boursière dédiée aux PME : le succès semble se fonder moins sur les services que l'AIM fournit à des sociétés modestes ou innovantes que sur l'arbitrage réglementaire qu'accomplissent des capitalisations assez importantes.