

ÉPARGNE DES MÉNAGES ET FINANCEMENT EN FONDS PROPRES DES PME

Obstacles et leviers d'action

DENIS DUBOIS ET DANIEL GABRIELLI*

L'économie d'endettement, dans laquelle se sont développées au cours des « trente glorieuses » les entreprises françaises, a connu un sensible renversement depuis le début des années 90. Ralentissement de la croissance, réduction sensible de l'inflation, modification du partage de la valeur ajoutée avec la réhabilitation du profit sous la pression d'un marché financier aujourd'hui mondialisé ont conduit à une forte progression du niveau des fonds propres au détriment de l'endettement, la part de l'investissement matériel diminuant par ailleurs au profit de l'investissement commercial et immatériel dans une économie de plus en plus orientée vers le développement des activités de service.

Néanmoins, le développement des moyennes à très petites entreprises à forte croissance et des firmes à forte innovation impose une allocation de ressources en fonds propres au profit d'entreprises souvent mal préparées aux exigences qu'apporte ce type de financement. Par ailleurs, l'épargne disponible, dans un contexte de forte aversion au risque, tend à s'orienter, lorsqu'elle s'investit dans les fonds propres par nature risquées, vers les grandes entreprises dont la volatilité du rendement des titres est la plus faible et la liquidité offerte la plus grande. Dès lors, au moment même où les indices boursiers des grandes valeurs « explosent » par l'effet notamment d'un déséquilibre entre l'offre et la demande de capitaux, les « small caps » trouvent ainsi difficilement l'épargne nécessaire à leur développement.

* Respectivement, Professeur des Universités, Conservatoire National des Arts et Métiers et Chef du Secrétariat général du Conseil national du crédit et du titre, Banque de France.

Les travaux de la commission sur les financements de marchés, réalisés dans le cadre du rapport sur le financement de l'entreprise du Conseil national du crédit et du titre sous la présidence d'Henri Guillaume en janvier 1999, développent dans le détail les typologies des comportements d'épargne et de financement, bases à partir desquelles a été rédigé cet article.

LA DEMANDE DE FONDS PROPRES ET LES FREINS A LEUR DEVELOPPEMENT

Le déséquilibre entre l'offre et la demande de fonds propres s'inscrit dans un environnement dans lequel la culture des fonds propres reste insuffisamment développée. N'a-t-on pas ainsi souvent évoqué la particularité d'un capitalisme à la française sans capital ? Quelles en sont les origines ? Et quand bien même l'aversion pour le risque des ménages serait plus faible, l'épargne s'investirait-elle davantage en fonds propres dès lors que la fiscalité de cette catégorie de placement reste dissuasive au regard d'autres formes d'épargne ? Quels sont les leviers d'actions susceptibles d'en renverser la tendance ?

Des obstacles psychologiques et culturels

L'apport de fonds propres par ouverture du capital à de nouveaux partenaires impose que soient prises en compte leurs exigences, soit :

- l'exercice d'un droit de contrôle et donc l'accès à l'information sur la situation et les perspectives de l'entreprise ;
- une rémunération à hauteur du risque que comporte tout investissement en fonds propres.

La réalisation de telles exigences trouve ses limites, d'une part du fait de la nature des rapports qu'entretient le chef d'entreprise avec ses actionnaires, et d'autre part dans l'appréhension de la dimension financière de tout choix stratégique.

Un capitalisme français peu « partageux » : une réticence au partage du pouvoir... et de la plus-value

L'entreprise reste fondamentalement une aventure personnelle. Soucieux de protéger son indépendance, confondant trop souvent le patrimoine de l'entreprise avec le sien propre - le mandataire actionnaire se donnant à lui-même en tant que dirigeant mandat de gérer le patrimoine investi dans l'entreprise - le chef d'entreprise PME reste dans l'âme un entrepreneur individuel.

Peut-on d'ailleurs parler de véritables associés dans les sociétés de capital de type SA ou SARL dès lors que le fonctionnement des organes de contrôle ne répondrait qu'au seul formalisme de la loi ? Sans doute n'est-il pas vain de rappeler que l'avantage d'une structure de capital, dans la limitation de la responsabilité pécuniaire du dirigeant, trouve sa contrepartie dans l'obligation du partage du pouvoir et ce faisant l'acceptation d'une certaine forme de contre-pouvoir. Dès lors, il n'est pas étonnant que la volonté de conserver le contrôle et une structure familiale constitue pour 24 % des PME¹ une des raisons évoquées pour refuser l'introduction sur le second marché.

Les grands groupes industriels cotés eux-mêmes, sous la pression des fonds de pension américains, n'ont accepté que récemment la mise en place d'une forme de gouvernement d'entreprise. D'une certaine façon, la démocratie économique reste à développer dans un pays où l'État lui-même participe à une certaine forme de déviation du jeu capitalistique lorsqu'il requiert la mise en place de noyaux durs au moment des privatisations. Et ce n'est pas la présence au conseil d'administration de salariés situés dans une relation hiérarchique, ni celle d'un commissaire aux comptes dont l'indépendance peut être mise à mal par la nature commerciale des relations qui le lient avec l'entreprise, qui risquent de changer fondamentalement les choses.

En fait, peu de chefs d'entreprises ont conscience de l'intérêt que représente la présence à leur côté d'hommes d'expérience contribuant au développement d'une réflexion stratégique et assumant un véritable rôle de surveillance dans le fonctionnement des organes de direction. De la même façon que trop nombreux sont les administrateurs ou associés qui ne connaissent pas l'étendue de la responsabilité au plan pénal qu'induit une participation que l'on pourrait qualifier « de complaisance » aux organes de direction. Dans ce sens, le développement de la jurisprudence en matière de mise en cause d'administrateurs au plan pénal constitue un frein évident au développement de la présence d'un actionnariat véritablement actif auprès du chef d'entreprise.

Or, il est essentiel de souligner que l'intérêt pour une PME de l'ouverture de son capital va au-delà d'un simple apport d'argent frais : une enquête menée auprès d'entreprises américaines ayant fait appel au capital risque souligne ainsi l'importance du levier au plan stratégique que représente la présence au conseil d'administration d'actionnaires disposant de réseaux au plan industriel, commercial et financier. Sans doute faudrait-il définir un statut pour les administrateurs ou pour le moins imposer une formation minimum obligatoire permettant de réactiver le rôle d'un conseil d'administration souvent déficient.

Au-delà de sa réticence à partager le pouvoir, le chef d'entreprise peut difficilement concevoir le partage d'une plus-value sur le capital dont il considère qu'elle résulte de son seul effort. Cette position est ainsi souvent à l'origine de fortes dissensions apparaissant entre actionnaires lors d'opérations de transmission au sein d'un groupe familial. Ce faisant, l'entrepreneur préférera recourir à l'endettement, même fortement rémunéré, dont le niveau est délimité par avance par contrat, qu'à toute autre forme de ressources financières susceptible de procurer à l'apporteur de fonds une plus-value non délimitée dans le temps et considérée dès lors comme excessive par rapport à l'appui fourni par un actionnaire jugé souvent passif. Ce constat est à l'origine d'innovations en ingénierie financière proposées par les capital-investisseurs permet-

tant par exemple de limiter le rendement obtenu des fonds investis (mix de fonds propres et obligations convertibles, rétrocession aux dirigeants d'actions au-delà du seuil requis de rentabilité...).

Des chefs d'entreprises insuffisamment préparés aux contraintes et enjeux financiers de leur stratégie

Une culture financière relativement pauvre affectant la définition de la stratégie, sa mise en œuvre et son contrôle : la dimension financière des plans stratégiques reste largement sous-évaluée. L'approche fondée sur la création de valeur qui s'inscrit dans la relation d'agence qui lie les propriétaires (actionnaires) et les dirigeants de l'entreprise (leurs agents) délimite théoriquement le champ d'action de ces derniers en orientant leurs décisions dans le respect de l'objectif de la richesse des actionnaires. Dans les faits, cette dimension n'est qu'exceptionnellement intégrée et mise en œuvre dans les stratégies. Dès lors, les instruments de gestion interne ignorent le plus souvent les facteurs qui constituent des éléments déterminants de la valeur : niveau optimum des fonds propres, politique de distribution du résultat, coût du risque et exigence de rentabilité mesurée par le coût du capital.

4

Cette déviation a été d'autant plus forte que le poids de l'intermédiation bancaire a plutôt favorisé une économie d'endettement et que le marché financier est resté très longtemps à l'abri des sanctions que pourrait imposer aux entreprises un actionnariat fortement structuré et actif. La globalisation des marchés financiers, la part croissante des non-résidents dans la détention d'actions d'entreprises cotées, alliée au poids des institutionnels tels les fonds de pension anglo-saxons, conduit progressivement les entreprises à mieux respecter l'exigence des actionnaires. Si tel est le cas, notamment, des entreprises cotées, un effort important touchant à la formation des dirigeants des PME doit être entrepris, en particulier concernant la contrainte de communication financière.

Des fonds propres apparemment gratuits... et pourtant fort onéreux : Combien d'entreprises savent réellement ce que leur coûtent les fonds propres ? Interrogé par des analystes anglais sur le coût du capital de son entreprise, le dirigeant français d'un groupe coté qui présentait ses comptes en insistant sur l'objectif de création de valeurs répondit... qu'il n'en savait rien !!!

Le seul coût transcrit dans la comptabilité est celui des capitaux d'emprunt, y inclus les comptes courants d'associés, pour lesquels l'entreprise s'est engagée contractuellement, l'exigence de rémunération des fonds propres étant de plus, le plus souvent réduite au seul versement de dividendes quand il en existe. Dès lors, il est fréquent d'entendre dire que les fonds propres constituent la ressource financière la moins onéreuse quand elle n'est pas considérée tout simplement comme

gratuite... ce qui traduit une confusion entre le flux de trésorerie correspondant aux dividendes versés et le coût des fonds propres investis. La loi de 1967 sur la participation des salariés au fruit de l'expansion introduit pourtant de façon explicite un seuil de 5 % à partir duquel se calcule le montant de la participation. L'État, lui-même en tant qu'actionnaire ou unique propriétaire, retient un seuil assez proche quant au rendement requis des dotations au capital au sein d'entreprises telles par exemple EDF ou GDF².

Peut-on envisager la création d'une annexe aux comptes publiés soulignant le coût des ressources investies dans l'entreprise, soit le coût du capital, permettant ainsi par lecture directe de faire apparaître l'exigence de rémunération à laquelle l'entreprise est soumise et, par référence au résultat d'exploitation dégagé, sa capacité à la satisfaire ?

Une fiscalité défavorable aux fonds propres

Les dispositions de la législation fiscale actuellement en vigueur ne sont pas favorables au développement des fonds propres de PME. On peut notamment citer :

- *une fiscalité défavorable pour l'entreprise du financement sur fonds propres par rapport à celle de l'endettement* : les frais financiers bénéficient d'un avantage fiscal (déductibilité des résultats) par rapport à la rémunération des fonds propres ;

- *un coût pour l'actionnaire plus élevé que celui du placement obligataire* : le revenu net pour l'épargnant est, dans toutes les tranches d'imposition au titre de l'IR, inférieur à celui qu'il obtiendrait s'il investissait la même somme sous forme de souscription de titres obligataires ou d'apport en compte-courant d'associés. Le poids des prélèvements fiscaux et sociaux cumulés sur le bénéfice de l'entreprise et le revenu des épargnants est ainsi plus de deux fois supérieur pour la collecte de fonds propres que pour celle de ressources d'emprunt ;

- *une pénalisation de la distribution de dividendes* : De fait, les actionnaires réalisent la plus grande part de leur revenu sur les actions sous forme de plus-value alors qu'ils l'encaissent sous forme de perception d'intérêts sur les produits de taux. Cette rétention de bénéfices est encouragée par la fiscalité qui pénalise la distribution de dividendes, au regard de la taxation des plus-values. Or, la régularité du revenu sur le marché, tant en raison de ses vertus informationnelles que d'un point de vue financier, constitue un gage d'amélioration de l'allocation des fonds.

Si l'on souhaite donner de l'appétence aux épargnants pour les actions, notamment en vue de faciliter le financement en fonds propres des moyennes à très petites entreprises, il faut :

- *favoriser la distribution de dividendes* afin d'assurer la liquidité des placements en actions dans des entreprises non cotées et d'éviter de laisser

croire aux entreprises que les fonds propres peuvent être « gratuits » ;

- *aligner la fiscalité des revenus des actions sur celle des obligations* afin de supprimer l'avantage fiscal actuel dont bénéficie le recours à l'emprunt, ce mode de financement bénéficiant déjà de l'avantage d'une exigence de rémunération des épargnants plus faible que les produits actions.

Dans ce but méritent d'être étudiées la déductibilité à l'IS du résultat distribué, en deçà d'un plafond à déterminer³, des capitaux propres investis, accompagnée de la suppression de l'avoir fiscal et la mise en place d'un prélèvement libérateur sur le revenu des actions⁴.

Une telle mesure présenterait un triple avantage :

- elle inciterait les entreprises à distribuer une partie de leur résultat, améliorant ainsi le retour à la liquidité pour des épargnants investissant dans des entreprises non cotées : à défaut d'une introduction des titres sur un marché organisé ou d'une cession d'un contrôle majoritaire à un terme non maîtrisé, le retour à la liquidité dans de telles entreprises reste en effet très aléatoire et explique la réticence d'épargnants, par définition minoritaires, à participer au renforcement en fonds propres de ces entreprises ;

- elle permettrait de faire ressortir le coût minimum exigé des fonds propres au-delà duquel le rendement dégagé pourrait être considéré comme un « superprofit » et dès lors éventuellement susceptible d'une imposition différente ;

6

- enfin, elle rééquilibrerait le poids de la fiscalité en faveur des résidents, favorisant ainsi la détention d'actions au sein de leur patrimoine à un moment où les participations croisées apparaissent susceptibles de fortement se réduire.

UNE OFFRE DE CAPITAUX PAR LES MENAGES EN EVOLUTION MAIS UNE EPARGNE ENCORE INSUFFISAMMENT INVESTIE DANS LES PME

D'après l'INSEE, seuls 13 % des ménages détiennent des actions. En outre :

- la détention d'actions non cotées représente, d'après les premières évaluations des comptes de patrimoine financier en cours pour 1998 réalisées par la Banque de France, environ 85 % du total du portefeuille d'actions des ménages (un peu moins des trois-quarts si l'on inclut dans ce porte-feuille les titres d'OPCVM généraux). Cette détention, en outre fortement concentrée pour sa grande masse, reflète pour l'essentiel l'importance du capitalisme familial en France ;

- la détention d'actions cotées par les ménages est comparativement relativement faible, de même que la part des souscriptions d'actions dans les placements nouveaux des ménages.

Cette situation est naturellement encore plus préoccupante pour les placements destinés à financer les PME que pour ceux qui alimentent les

bilans des grandes entreprises : l'investissement direct dans les PME souffre traditionnellement d'un important déficit par rapport à l'ampleur des flux enregistrés dans les pays anglo-saxons, même si la situation s'est sensiblement améliorée ces dernières années en France comme dans les autres pays européens. On relève notamment, à l'inverse de ce que l'on observe depuis longtemps en Grande Bretagne et aux États-Unis, une présence encore très embryonnaire des « investisseurs providentiels » (*business angels*). Ces investisseurs investissent leurs deniers dans le capital de PME en création ou à leurs premiers stades de développement et leur amènent également une valeur ajoutée d'expertise et de conseil liée à leur connaissance intime du métier ou du secteur.

Cet état de choses s'explique à la fois par les réticences psychologiques qui existent à l'égard de ce type de placement, les relatifs désavantages fiscaux dont ils sont assortis comparativement à d'autres produits et par certains obstacles réglementaires.

Des obstacles psychologiques

Les ménages sont naturellement réticents à investir dans des titres susceptibles de connaître d'importantes fluctuations de valeur : interrogés sur leurs préférences en matière de placements financiers⁵, ils mentionnent comme premier motif de détention la disponibilité de l'argent placé. Ils ont en revanche un fort attrait pour les placements dans l'immobilier et pour l'assurance-vie.

L'une des raisons qui peut être invoquée pour justifier cette attitude restrictive est l'insuffisante compréhension par les ménages des mécanismes économiques et financiers. Alors que les actions nécessitent un effort d'investissement à long terme, l'image de ce produit a pu être brouillée dans l'esprit des ménages par les comportements spéculatifs adoptés par certains acteurs (« *hedge funds* ») et par la médiatisation qui a entouré les problèmes qui en sont résultés. Cela grossit leur perception des risques réels associés à ces placements (hantise de la spéculation et de la « société casino ») et fait passer au second plan l'intérêt que peuvent représenter les espérances de gains. Les investisseurs potentiels ne disposant par ailleurs pas de moyens aussi élaborés que ces acteurs pour procéder aux arbitrages adéquats, peuvent également ressentir une position d'infériorité dans ce domaine.

L'importance de ces obstacles culturels doit conduire à améliorer la connaissance des épargnants en ce qui concerne la vie des entreprises et les mécanismes financiers, que ce soit en renforçant leur formation initiale ou continue ou en mettant à la disposition du plus grand nombre l'information nécessaire (brochures, CD-ROM, sites Internet...).

Des dispositions réglementaires à faire évoluer

Les structures d'accueil de l'épargne ne sont pas toujours adéquates, en dépit des efforts déployés depuis quelques années par les pouvoirs publics. Si l'on prend par exemple le cas de l'épargne salariale, on constate que celle-ci est favorisée fiscalement en contrepartie d'un blocage pour une durée moyenne (8 ans). Or, il existe un grand nombre de motifs permettant au salarié de débloquer son épargne avant terme, notamment lorsqu'il vient à quitter l'entreprise ou lorsqu'il procède à des opérations nécessitant la mobilisation de ces fonds (acquisition d'un logement par exemple). Ces dispositions empêchent ces supports de devenir le vecteur de la constitution d'une épargne longue.

La canalisation des placements des ménages vers les actions et le financement en fonds propres des PME pourrait être favorisée par différentes mesures, alternatives plutôt que complémentaires :

- l'encouragement à la création de fonds de pension, en vue de doter le système financier français de véhicules d'investissement analogues aux fonds anglo-saxons ou japonais ;

- le relèvement du plafond des PEA, par exemple à un million de francs pour une personne seule et deux millions pour un couple, et l'allongement de sa durée d'utilisation ;

8 - le renforcement et l'allongement de l'épargne salariale ; ceci pourrait être obtenu en créant un nouveau plan d'épargne entreprise dont la durée d'immobilisation pourrait être portée soit à 15 ou 20 ans, soit jusqu'à l'âge du départ en retraite. Ce plan serait en contrepartie assorti de caractéristiques plus souples que celles de l'actuel PEE : transférabilité de ces fonds entre entreprises en cas de mobilité professionnelle, possibilité de nantir les parts de façon à mobiliser temporairement les fonds ou de les réaliser en cas d'événements majeurs imposant une liquidité immédiate (décès, chômage, création d'entreprise)... Des seuils *minima* d'emplois en actions et en titres non cotés pourraient être également définis.

Des freins liés à la fiscalité de l'épargne

La fiscalité de l'épargne, multiforme et complexe et issue de strates successives, peut paraître à certains égards poursuivre des objectifs contradictoires. Parmi ceux-ci figure bien sûr la volonté d'encourager les placements en titres de capital des entreprises (comme les abattements sur les plus-values réalisées sur actions ou les dispositions préférentielles en faveur des plans d'épargne en actions par exemple) et notamment de capital des PME (investissements directs ou encore souscriptions de parts de FCPE ou de FCPI). Toutefois, ces avantages fiscaux sont très fortement concurrencés par ceux dont sont assortis d'autres produits de

placement et notamment ceux qui ne présentent pas de risque ou qui sont appréciés comme tels par les ménages (et qui sont en outre, pour certains d'entre eux, fortement liquides) : exonération fiscale, ou très faible fiscalisation, des placements réglementés (livrets A des caisses d'épargne et de la Poste, bleu du Crédit mutuel, CODEVI, comptes et plans d'épargne logement)... ou de l'assurance-vie dont les placements étaient, au moins jusqu'à une période très récente, très largement investis en produits de taux. Cet avantage fiscal est d'autant plus conséquent qu'il s'ajoute à un rendement relatif qui peut être très avantageux à certaines périodes : c'est encore le cas actuellement et cela l'est depuis plusieurs années.

Parmi les mesures qui pourraient contribuer à débrider les investissements en actions des ménages, notamment en titres de capital des PME, on peut citer :

- l'accompagnement fiscal de la mise en place proposée plus haut de fonds d'investissement à long terme : mise en place d'avantages fiscaux analogues à ceux dont ont été dotés les fonds de pension déjà existants (Fonpel, Carel, loi Madelin), encouragements à des arbitrages en leur faveur : abattement sur les plus-values sur les sommes réinvesties dans ces fonds par exemple ;

- la suppression progressive, ou l'atténuation, des avantages consentis à l'épargne liquide ou aux placements à revenu garanti (assurance-vie)... ;

- l'alignement de la fiscalité des dividendes sur celle des intérêts (mesure déjà préconisée et détaillée plus haut pour encourager les entreprises à émettre des actions) ;

- l'accentuation des incitations fiscales en faveur des placements longs (10, 15 ou 20 ans) en assurance-vie, cet allongement d'horizon devant avoir pour effet de conduire les compagnies d'assurance à augmenter leur portefeuille d'actions, la rentabilité de ces titres à cet horizon étant supérieure à celle des produits de taux.

9

DES INSUFFISANCES IMPUTABLES AUX DISPOSITIFS DE RAPPROCHEMENT DE L'OFFRE ET DE LA DEMANDE

Celles-ci concernent le fonctionnement des marchés, l'intermédiation sur ces marchés et le conseil aux entreprises et aux investisseurs.

Le fonctionnement des marchés

Dans toute relation entre offre et demandeur de capitaux, il existe par la force des choses une asymétrie d'informations au profit du demandeur, celui-ci ayant nécessairement une vue plus complète et plus précise de la rentabilité intrinsèque de son entreprise et de la qualité des projets qu'elle aspire à faire financer. Cette asymétrie est particulière-

ment marquée dans le cas du financement des moyennes et des petites entreprises qui ne peuvent pas être astreintes à la fourniture normalisée et régulière d'informations aux autorités de marché, comme les entreprises cotées, ou aux organismes de notation. Cette asymétrie favorise le développement de l'intermédiation d'investisseurs professionnels comme les OPCVM.

L'information, tant par son contenu que par sa qualité, rend difficile la perception du risque. La France est très probablement le pays de l'Union européenne dans lequel l'information financière des PME non cotées (SA et SARL) est la plus facilement accessible. Néanmoins, les obligations en matière de dépôt des comptes annuels au greffe du tribunal de commerce ne sont pas toujours respectées, et lorsque cela est le cas, la fiabilité de l'information déposée est fréquemment mise en défaut. Au-delà de ce constat, peut-on considérer la structure même de l'information comptable comme susceptible de satisfaire aux exigences des investisseurs ? Le plan comptable de 1982 est malheureusement très en deçà des obligations contenues dans les normes IASC concernant la publication des comptes consolidés. De plus, un défaut d'harmonisation véritable au plan européen rend difficilement lisibles les comptes des entreprises pour des investisseurs anglo-saxons. L'utilisation des modèles d'évaluation à partir desquels s'établissent les arbitrages sur les marchés financiers s'avère ainsi difficile voire même dans certains cas impossible... L'analyse du contenu des rapports de gestion publiés en annexe des comptes annuels est le plus souvent affligeante de banalités. Le risque de défaillance étant souvent plus élevé pour ce qui concerne les jeunes entreprises ou les moyennes à très petites entreprises, les mesures incitatives retenues pour orienter l'épargne vers les placements à risque doivent être accompagnées de dispositifs permettant de réduire la réalisation de tels risques, en particulier en renforçant les dispositifs des textes prévus dans le cadre de la loi de 1984 relative à la prévention et au règlement amiable de difficultés des entreprises. Dans ce sens, l'adhésion des moyennes à très petites entreprises à un groupement de prévention agréé pourrait être rendue obligatoire et apporterait aux partenaires de ces entreprises l'information financière et comptable répondant aux exigences d'information qui s'attachent à toute participation au capital d'entreprises.

La profondeur des marchés joue également un rôle très important en offrant aux investisseurs une certaine garantie de liquidité et une certaine comparabilité des investissements. Les marchés de fonds propres, y compris le Nouveau marché, devraient bénéficier de l'incidence favorable attendue de la création de l'euro sur l'ensemble des marchés de capitaux. Il est cependant vraisemblable que l'homogénéisation européenne de ces marchés se fera avec plus de difficultés et à terme plus

éloignée que celle des marchés de taux. Il sera important à ce titre de veiller à faire converger dans les meilleurs délais la réglementation des opérations et de l'information à communiquer aux investisseurs différents sur les différents marchés européens en général et sur ceux de la zone euro en particulier. La diffusion probable de techniques permettant de mieux éclairer les choix des investisseurs, comme la notation, pourrait néanmoins contribuer, à horizon plus rapproché, à faciliter le rapprochement des offres et des demandes de capitaux destinés à s'investir dans le capital des PME. Cela pourrait dès lors permettre à des entreprises de plus faible dimension d'accéder aux marchés de fonds propres, ce qui aurait par ailleurs pour effet d'accentuer ainsi le mouvement de désintermédiation bancaire.

Il manque enfin en France une industrie de courtage, comme celle qui existe par exemple, aux États-Unis, susceptible de prendre en charge pour le compte des PME, la recherche de fonds auprès de sociétés de capital-risque ou de « *business angels* ».

L'intermédiation

L'intermédiation présente l'avantage, par rapport à l'investissement direct, de réduire l'asymétrie d'information entre demandeur et offreur de capitaux qui a été décrite plus haut, de diversifier les risques de l'investisseur final et d'abaisser le seuil minimum de ses placements. Elle a en revanche pour effet négatif, en rendant plus opaques les arbitrages réalisés, d'augmenter la distance des ménages investisseurs vis-à-vis des entreprises dans lesquelles ils placent indirectement leurs fonds et d'empêcher ainsi toute « *affectio societatis* ».

Les organismes de placement collectifs en valeurs mobilières ont ainsi élargi l'accès des ménages au marché des fonds propres en le mettant à la portée des petits épargnants. Ces véhicules ont connu un important essor ces dernières années. Ils restent toutefois majoritairement investis en produits de taux - et notamment en obligations d'État - et ceux qui sont investis en actions font très peu de place aux valeurs non cotées. Les mesures prises ces dernières années par les pouvoirs publics (création des FCPR et des FCPI) ont amorcé une réorientation dans ce domaine, de même que, pour ce qui concerne les placements d'assurance-vie, la création des contrats dits « DSK », mais le développement de ces produits reste encore limité.

Une très importante intermédiation a été également réalisée, en ce qui concerne les investissements en valeurs mobilières réalisés pour le compte des ménages, par les compagnies d'assurance pour le placement de l'assurance-vie. Ces placements représentent, depuis plusieurs années, une part prépondérante du total de leurs investissements financiers. Pour des raisons de congruence avec les produits d'assurance-vie, ces

fonds ont été relativement peu investis en actions, sauf en 1998 où une évolution notable dans ce sens a été enregistrée : de ce fait, la part de ce type d'actif dans les bilans des compagnies d'assurance françaises est l'une des plus faibles en Europe. La part investie en titres non cotés est par ailleurs insignifiante, ce qui a conduit les Pouvoirs publics à encourager les produits faisant une part à ce type de placements en créant les fonds « DSK ».

Le conseil

Les crédits consentis par les établissements de crédit sont le moyen de financement quasi-exclusif de nombre d'entreprises petites et moyennes qui ne peuvent recourir aux instruments de marché en raison de leur taille insuffisante ou de leur manque de notoriété. Cette situation donne à ces établissements un rôle d'interlocuteur-clé des PME en matière de conseil dans le domaine des financements tout en orientant davantage ces entreprises vers les ressources de marché. Les sociétés de capital-risque et les différents prescripteurs (avocats d'affaire, experts-comptables, commissaires aux comptes...) bénéficient également d'une position privilégiée dans ce domaine. La création de réseaux au plan régional, regroupant ponctuellement en un seul lieu cette diversité de compétences, apporterait aux PME l'information et les conseils sur les possibilités d'accès aux marchés et sur les modalités à mettre en œuvre pour y parvenir. Elle permettrait en outre, avec l'appui de SOFARIS, à l'instar des pratiques de la « *Small Business Administration* », de réactiver les mécanismes de soutien à la création d'entreprises notamment dans l'assistance à l'analyse des projets et l'octroi de prêts d'honneur.

12

L'identification des freins et des leviers d'actions au développement des fonds propres des PME a déjà fait l'objet de nombreux débats et rapports. Ceux-ci ont proposé de multiples batteries de mesures, notamment des incitations d'ordre fiscal et réglementaire visant à améliorer cet état de fait. Même si ces propositions ont connu des fortunes diverses, elles ont au total contribué à faire peu à peu évoluer le cadre financier de l'activité des PME et des arbitrages des ménages. Il apparaît cependant essentiel de rappeler que la prise de risque, qu'elle soit celle de l'entrepreneur ou de l'épargnant, est une aventure personnelle qui est en même temps largement conditionnée par l'environnement culturel. C'est la raison pour laquelle, au-delà de la nécessité de réduire dans la mesure du possible les « frottements » qui affectent le dispositif d'alimentation en fonds propres des PME, il s'agit aussi, plus généralement, d'œuvrer dans le sens d'une reconnaissance plus large de l'intérêt que représente pour la collectivité l'entreprise, et notamment la PME, aux plans économique et

social. Il faudrait aussi valoriser davantage, dans les programmes éducatifs, le sens de l'initiative et de la responsabilité.

BIBLIOGRAPHIE

« *Le financement de l'entreprise* », Conseil national du crédit et du titre, rapport du groupe de travail présidé par Henri Guillaume, janvier 1999.

Concentration de l'actionnariat des entreprises françaises et comparaisons internationales :

« Les enjeux économiques du gouvernement d'entreprise : la structure d'actionnariat et de contrôle des entreprises françaises » dans : « *Synthèse du séminaire sur le gouvernement d'entreprise* » sous la présidence de J. Saint-Geours, direction de la Prévision, mai 1996-mai 1997.

« Ownership and Control in France », L. Bloch et E. Kremp, in « *The Separation of Ownership and Control : A survey of 7 European Countries* », European Corporate Governance Network, octobre 1997.

« Strong Blockholders, Weak owners and the Need for European Mandatory Disclosure », M. Becht, in « *The Separation of Ownership and Control : A survey of 7 European Countries* ».

« *Corporate Governance from a European Perspective* », Karel Lannoo, Center For European Policy Studies, 1997.

« Le gouvernement des entreprises dans les sociétés françaises » dans « *France* », Études économiques de l'OCDE, 1996-1997.

Place des résidents, non-résidents et investisseurs institutionnels

« *Les porteurs de valeurs mobilières* », Banque de France, COB et SBF - Bourse Paris - octobre 1996.

« La clientèle des principaux établissements dépositaires de titres en France au troisième trimestre 1997 », H. Grandjean et L. Marchand, *Bulletin de la Banque de France*, numéro 49, Janvier 1998.

« Le rôle des investisseurs institutionnels dans le gouvernement d'entreprise », interventions de O. Burkart et Y. Mansion, dans « *Synthèse du séminaire sur le gouvernement d'entreprise* » sous la présidence de J. Saint-Geours, direction de la Prévision, mai 1996-mai 1997.

« Les critères d'investissement des grands gestionnaires de fonds internationaux dans les entreprises françaises », Anne Maréchal, *Bulletin de la COB* n° 322, mars 1998.

« Cotation et information financière en Europe », Hervé Philippe, COB, *Banque* n° 589, février 1998.

« *Livre blanc pour la création d'un environnement favorable aux entreprises de croissance* », Croissance Plus, janvier 1998.

« *Le financement des opérations à risques dans les PME* », Conseil économique et social, rapport du groupe de travail présidé par Jacques-Henry David, février 1997.

« *Création et développement des entreprises non cotées : quel rôle pour les investisseurs externes ?* », rapport présenté par Thierry Jacquillat, Chambre de commerce et d'industrie de Paris, juin 1998.

Comportements d'épargne des ménages et détention d'actifs financiers :

« *Épargne stable et financement de l'investissement* », Conseil national du crédit, rapport du groupe de travail présidé par Michel Pébereau, mars 1994.

« *Pour une autre contribution de l'épargne des ménages au financement de la croissance* », André Babeau, Université d'été de la SBF, Budapest, miméo, juillet 1997.

« Épargne longue : un excédent durable », Patrick Artus, CDC, Problèmes économiques de la Documentation française, *monnaie et finance* n° 2567, 6 mai 1998.

« Le patrimoine des ménages, début 1998. Qui détient quoi ? », François Guillaumat-Tailliet, Corinne Martinez, Françoise Dumontier, *INSEE 1^{ère}* n° 584, mai 1998.

« *Les placements des ménages en fonds propres d'entreprises* », Régine Montfront et Daniel Hu, rapport du Conseil national du crédit et du titre pour 1998, fiche thématique n° 2.1.d.

« Comportement des agents économiques sur les marchés de valeurs mobilières au premier semestre 1999 », Monique Chocron, Hervé Grandjean et Lydie Marchand, *Bulletin de la Banque de France* n° 69, septembre 1999.

« *Les choix patrimoniaux des ménages français : analyse et évaluation rétrospective des demandes d'actifs financiers en valeurs mobilières* », Ibrahim Njoya, document de travail du service des études économiques et financières de la Caisse des dépôts, mai 1998.

Fiscalité des placements financiers

« *Fiscalité de l'épargne dans le cadre du marché intérieur européen* » Conseil national du crédit, rapport du groupe de travail présidé par Daniel Lebègue, juin 1988.

« *Incidence de la fiscalité sur les arbitrages internationaux entre placements en actions* » Mathieu Darracq,

Vincent Champain, direction de la Prévision, miméo, 1998.

« Comparaisons européennes : la France isolée » Pierre Bollon et Fabienne Sorin, *revue Banque* n° 593, juin 1998

NOTES

1. Interrogées par le journal *Le Monde* en octobre 1990.
2. Cette exigence de rémunération, pour la partie fixe, continue à être comptabilisée comme charges financières chez GDF (ce qui n'est plus le cas chez EDF depuis la clôture des comptes de 1997).
3. Par exemple 5 %, soit un niveau légèrement inférieur au rendement actuel des sociétés cotées et à partir duquel on peut considérer qu'il y a dégagement d'un « super-profit » rémunérant le risque de l'actionnaire en sus du rendement obtenu sur le marché obligataire. Ce seuil pourrait être indexé chaque année sur le rendement obligataire. Il est en effet important, pour neutraliser l'avantage de la déductibilité fiscale des intérêts, que le seuil de déductibilité des dividendes soit au moins équivalent au coût de la dette dont le niveau évolue chaque année.
4. Il conviendrait de retenir un taux de prélèvement libératoire identique quelle que soit l'origine du revenu (action ou obligation) de façon à aligner la fiscalité des actions sur celle des obligations, par exemple 15 ou 30 %.
5. Source : enquête CREP, juin 1998.