

L'IMPÉRIEUSE NÉCESSITÉ DES FONDS PROPRES

LUC MATRAY,

CHARGÉ DE MISSION AU COMMISSARIAT GÉNÉRAL DU PLAN ¹

Dans une économie où l'accès aux financements et les prix de ceux-ci ne font plus l'objet d'une action directe des pouvoirs publics, la politique industrielle est, en matière financière, avant tout une politique de fonds propres. Le handicap des entreprises françaises, sans doute en voie de réduction, est encore bien réel, et sa résorption aurait des effets particulièrement positifs pour l'économie.

3

LES PME MANQUENT DE FONDS PROPRES

L'appréciation de la situation financière des entreprises est controversée et leur niveau d'endettement est souvent jugé trop élevé. Mais la mesure même de ce handicap n'est pas sans soulever de difficultés.

L'appréciation de la situation financière des entreprises est délicate

Ainsi plusieurs mesures récentes ont-elles été avancées, dont les conclusions ne sont pas identiques. Une étude réalisée par KPMG, citée par le rapport Escande ¹ évaluait le ratio fonds propres/passif en 1988 dans l'industrie à 27 % pour la France, 34 % pour le Japon, 38 % pour le Royaume-Uni, 41 % pour l'Allemagne fédérale, 45 % pour les Etats-Unis. Les comparaisons menées à partir des données disponibles dans la base de données BACH de la Commission des Communautés européennes conduisent à un

^{*} Cet article reprend pour l'essentiel un travail réalisé par l'auteur dans le cadre de la Mission épargne-salariale, confiée à Olivier Pastré, et Pierre Moscovici par le ministre délégué à l'Industrie et au Commerce extérieur en juillet 1991. Il constitue le premier chapitre du rapport (en cours de publication) de cette mission. Le présent article reprend l'essentiel en y intégrant certains développements apparus depuis.

¹ Conseil économique et social. *Épargne et financement des investissements productifs à l'horizon 1993*, rapport de M. J.P. Escande.

classement différent : le ratio de la part des capitaux propres dans le total du bilan ressort en 1987 à 18 % pour la RFA, 21 % pour le Japon, 24 % pour la France et 38 % pour la Belgique. Au-delà de ces divergences sur lesquelles nous reviendrons, la mesure du handicap français combine deux difficultés.

Des difficultés traditionnelles d'ordre méthodologique

Elles portent, tout d'abord, sur le type de ratios utilisés. Il peut s'agir de ratios de type fonds propres/total du bilan ou dette/total du bilan, qui présentent l'inconvénient de mal se prêter aux comparaisons. Ainsi, le poids du crédit inter-entreprises dans le bilan des entreprises françaises conduit mécaniquement à diminuer la part relative des fonds propres, même s'il augmente les besoins de financements des entreprises. Il peut s'agir de ratios dette/actif non financier, la dette prise en compte pouvant être brute ou nette, c'est-à-dire déduction faite de l'actif financier. La différence peut ne pas être négligeable.

Par ailleurs, l'appréciation de la situation financière se heurte à des difficultés liées aux sources prises en compte. La comptabilité nationale ne fournit pas toujours de données fiables quant aux actifs non-financiers, les montants considérables des dettes commerciales et les décalages comptables des TOF conduisent à des estimations très fragiles. Enfin, la difficulté principale tient à l'évaluation des actions et participations, dont la valeur est calculée pour les sociétés non cotées avec le même taux de capitalisation boursière que pour les sociétés cotées (rapport constaté entre la capitalisation boursière des sociétés cotées et leur capital nominal) et qui sont valorisées de manière identique à l'actif comme au passif. Les centrales de bilans ont l'inconvénient de porter sur des échantillons composés principalement, sinon exclusivement, d'entreprises industrielles. En outre, la plupart des postes des bilans ne sont pas réévalués en fonction de l'inflation et plus généralement de leur prix. Ainsi, dans le cas des actions, le principe de comptabilisation aux coûts historiques conduit à une sous-évaluation des passifs par rapport aux actifs, ceux-ci enregistrant les acquisitions aux prix du marché et à une date plus récente, que les actions émises.

Une difficulté nouvelle : un comportement financier des entreprises plus actif

Traditionnellement, les entreprises géraient de façon sommaire leurs excédents financiers sous forme de dépôts en comptes-courants, parfois bloqués. Elles étaient d'ailleurs, dans leur grande majorité, emprunteuses auprès du système bancaire, notamment à court terme par le biais de l'escompte. Certes, quelques opérations de croissance externe entraînaient des opérations de haut de bilan, mais la restructuration du tissu productif était restée limitée.

Cette inertie de leur comportement a cédé la place, à partir des années 1980-1981, à un plus grand dynamisme en matière de placements. Ce mouvement a connu deux fortes accélérations, en 1983 puis en 1987. Les achats nets d'actifs financiers, qui ne représentaient que 10,4 % de l'affectation des ressources en 1982, en ont absorbé plus du tiers en 1990.

En 1990, les entreprises détenaient le quart des actifs financiers des résidents et étaient de loin, les premiers détenteurs d'actions. L'étude des comptes de patrimoines des sociétés et quasi-sociétés non financières, élaborés par l'INSEE, révèle que la part des actifs financiers est devenue prépondérante dans le total de l'actif des entreprises, passant de 42 % de ce total en 1970 à 53 % en 1988. Cette « financiarisation » récente du patrimoine des entreprises est le résultat d'un double phénomène : les forts gains en capital réalisés sur les titres détenus se conjuguent avec un recours accru aux placements financiers. Celui-ci est lié tant aux opérations de croissance externe des firmes qu'à la recherche de la rentabilité à court et moyen terme dans la gestion des disponibilités.

Ce phénomène qui a débuté par les grandes entreprises a également, dès 1983, affecté, mais dans une moindre mesure, les PME. Il ne semble pas avoir servi, du moins dans le cas français, de substitut aux investissements physiques. Certes les flux de placements financiers ont augmenté plus rapidement que les flux physiques, mais les études récentes conduites sur les données de centrales de bilans concluent à l'absence d'effet d'éviction.

5

Finance/Industrie : Y a-t-il eu arbitrage
des entreprises au détriment de l'industrie ?

Deux études ont tenté de répondre à cette question à partir de l'observation du comportement d'entreprises industrielles.

Celle de la Centrale de bilans de la Banque de France — A. Epaulard-D. Szpiro (« *Placements financiers et investissement des firmes : y a-t-il un arbitrage ?* » in *Revue économique* n° 4, juillet 1991) teste pour un modèle de portefeuilles fondés sur les arbitrages entre actifs financiers et non financiers. Elle conclut à l'absence d'arbitrage pour la très grande majorité des entreprises. Il apparaît qu'une variation de la richesse de l'entreprise est utilisée à court terme pour se désendetter, et dans une moindre mesure, pour acheter des titres financiers. A long terme, ces effets s'effacent pour laisser la place principalement à l'investissement physique.

L'estimation du modèle, entreprise par entreprise, permet ainsi d'évaluer si le comportement des entreprises est compatible avec la théorie du portefeuille. L'étude des entreprises, dont le comportement n'est pas en contradiction avec cette théorie montre que très peu d'entre elles substituent des titres financiers à leur stock de capital lorsque le rendement des actifs financiers croît.

Enfin, une approche différente utilisant une fonction d'investissement de type « accélérateur » aboutit à rejeter toute corrélation négative entre investissement physique et placements financiers.

Ces conclusions confirment celles de M. Fried et O. Gaudry (1987 : « *La politique des placements financiers des entreprises industrielles* »), à partir de l'échantillon de la Centrale de bilans du Crédit national : les entreprises (minoritaires) qui ont fortement accru leurs placements de 1979 à 1985 sont les plus performantes. Elles l'ont fait essentiellement sous forme de titres (c'est-à-dire en utilisant les innovations financières) mais il s'agit d'entreprises à haut niveau d'investissement physique ; les autres ont préféré le désendettement ou l'investissement physique. Les auteurs formulent l'hypothèse d'une prise de décision en deux temps : le premier concernant le niveau de l'investissement, le second, la gestion de l'encaisse restant éventuellement à la disposition des entreprises.

Ces études, dont l'intérêt est de porter sur des échantillons d'entreprises industrielles qui auraient dû se trouver au cœur de l'arbitrage éventuel industrie/finance, semblent donc conclure à une modification du comportement des entreprises limitée à la gestion de leurs encaisses et non à une remise en cause de leur vocation.

Sous réserve de l'acceptation des conclusions de ces études, il apparaît que ce comportement n'est pas de nature à modifier radicalement l'analyse de l'endettement des entreprises. Si les prises de participation correspondent à des stratégies de croissance externe ou de diversification, elles doivent être analysées comme l'acquisition de n'importe quel autre actif. A l'extrême, une prise de participation pourrait être remplacée par l'achat des immeubles, machines, etc. Elle suscite des besoins de financement, dont la forme peut être différente (une machine génère des besoins de fonds de roulement complémentaire), qui doivent être couverts par le recours aux capitaux propres et/ou à l'emprunt. Seuls les bilans consolidés permettent de « neutraliser » pour l'analyste la complexité des liens en capital entre entités juridiques et de faire apparaître des *good* ou *badwill* sur la valeur desquels concentrer ces interrogations.

Quant aux placements correspondant à une optique de gestion optimale des encaisses, ils peuvent amener à titre transitoire un gonflement du passif bancaire de court terme dans le cas où les entreprises confrontées à un besoin de trésorerie préfèrent recourir à des crédits sur quelques jours plutôt que de remettre en cause des placements de court terme. Cette difficulté réelle conduit à rendre moins pertinents les ratios du type dettes/total du bilan ou fonds propres/total du bilan. Elle ne disqualifie pas pour autant ceux du type dettes à moyen-long terme/fonds propres.

*La situation financière des entreprises françaises
s'est sensiblement améliorée, ce qui les a rapprochées
de leurs concurrentes étrangères*

Dans les années 1970, un certain nombre de facteurs jouaient contre l'augmentation des fonds propres des entreprises et favorisaient le recours à des fonds d'emprunts : baisse des résultats des entreprises liée à la hausse des coûts salariaux et des matières premières, faiblesse de l'offre en capitaux propres extérieurs (le tiers des 300 premières entreprises françaises n'étaient pas cotées), structure par trop traditionnelle du capital, souvent familial, des entreprises (32 % du capital des entreprises de plus de 500 salariés était encore familial). En outre des taux d'intérêt réels négatifs, l'existence de procédures de bonification..., permettaient de concilier développement économique et faible engagement en capital.

Fortement dégradée, la situation des entreprises ne s'est améliorée qu'à partir du second choc pétrolier. L'amélioration porte d'abord sur leur revenu. Le taux d'épargne brute² des sociétés non financières, qui avait fortement chuté au cours des années soixante-dix (6 points en 11 ans), a sensiblement augmenté depuis 1981. Toutefois, ce n'est qu'en 1987 que l'on retrouve des niveaux proches de ceux enregistrés avant le premier choc pétrolier (16,5 % en 1973).

L'essentiel de ce mouvement est dû au redressement du taux de marge. Le ralentissement des gains de pouvoir d'achat des salaires, devenus inférieurs aux gains de productivité, et l'amélioration des termes de l'échange du fait de la baisse du prix des matières premières ont permis au taux de marge, qui avait atteint un point bas en 1982, de fortement augmenter depuis.

On assiste donc à une déformation du partage de la valeur ajoutée au bénéfice des entreprises. Toutefois la baisse de la part des salaires (- 7,6 points entre 1982 et 1989) ne bénéficie pas entièrement aux sociétés (+ 5,2 points) du fait de la progression des impôts, qui découle de l'augmentation des profits, et surtout du maintien à un niveau élevé des intérêts versés.

Seule l'année 1990, a vu s'inverser ce mouvement d'amélioration du taux de marge (30,9 % après 31,7 % en 1989). Le ralentissement du volume des ventes et des prix de vente à la production a entraîné une moindre croissance de la valeur ajoutée des entreprises, tandis que leurs principales charges d'exploitation — rémunération des salaires et impôts liés à la production — ont augmenté plus rapidement. Cette inflexion n'efface pas l'amélioration des années 1980, mais les perspectives paraissent moins favorables et l'année 1991 pourrait marquer un nouveau recul du taux de marge, comme semble le confirmer les premières indications disponibles.

Confortées dans leur revenu, les entreprises ont cherché à restaurer leurs

2 Il s'agit du rapport « Epargne/Valeur ajoutée ».

France-Allemagne :
Performance économique contre performance financière

Longtemps présenté comme un modèle auquel il était vital de s'arrimer, notamment dans le domaine monétaire, l'économie allemande est proposée à l'imitation de nos entreprises. Deux études récentes ont tenté de mesurer s'il existait un handicap français lié à la faiblesse des performances de nos entreprises.

Celle de la Banque de France montre que les performances économiques, mesurées tant par les résultats d'exploitation que par le rendement apparent du capital économique donnent aujourd'hui l'avantage aux entreprises françaises. L'amélioration de leurs performances depuis 1984 est largement imputable à une évolution des charges de personnel plus favorable qu'en RFA. Les dernières négociations en cours en Allemagne ne devraient pas inverser cette tendance.

Elle met en évidence également le rétablissement de l'équilibre financier à long terme et la restauration d'un niveau d'autonomie financière acceptable pour les entreprises françaises.

A long terme, l'adéquation des ressources aux emplois peut être appréciée par l'importance du fonds de roulement, mesurée par le rapport ressources stables/actif immobilisé et sa contribution au financement des besoins permanents nés des décalages entre les encaissements et les décaissements au cours du cycle d'exploitation (évaluée à partir du rapport fonds de roulement/besoins en fonds de roulement d'exploitation).

Ces deux indicateurs témoignent d'une sensible amélioration de la situation financière des entreprises françaises :

— l'excédent de leurs ressources stables sur leurs actifs immobilisés s'est accru de 8,1 points entre 1984 et 1987, tandis que celui des entreprises allemandes s'affaiblissait de 10,9 points. L'écart s'est inversé sur la période au profit de la France ;

— la contribution du fonds de roulement au financement des besoins en fonds de roulement, qui s'est accru dans les deux pays, a évolué plus favorablement en France puisqu'il a crû de 21,5 points contre 6,3 pour les entreprises allemandes en 1984-1987.

FDR/BFRE (%)	1984	1985	1986	1987	1988
RFA	95,4	99,9	106,5	101,7	nd
France	80,8	89,4	95,9	102,3	107,7

Source : BACH

structures de bilan. Elles ont limité et réduit leur besoin de financement, dans un premier temps en différant et restreignant le volume d'investissement qui stagne jusqu'en 1985. Son volume reste, cette année-là inférieur au niveau atteint en 1972. La progression du taux d'épargne permet par la suite un mouvement de désendettement.

A partir de 1985, la croissance de l'investissement conjuguée à un comportement financier plus actif s'accompagne d'un recours important au marché financier, ce qui modère la progression de leur dette bancaire. La part des passifs exigibles dans le total des passifs a diminué de plus de 10 points depuis 1970 et se situe autour de 30 % fin 1988.

Depuis 1988, en revanche, l'accroissement des crédits bancaires procure de nouveau une part de ressources externes plus importantes, sans pour autant effacer le mouvement d'amélioration des structures financières.

Cette restauration d'un équilibre à long terme a permis aux firmes françaises de se rapprocher très sensiblement du niveau d'autonomie financière de leurs concurrentes allemandes, comme le confirme la réduction des délais de remboursement théoriques.

La faiblesse de la capacité de remboursement des sociétés françaises en 1984 (le délai atteint 6,3 années contre 1,9 pour la RFA) a disparu (le délai s'élève à 1,9 année en 1988), alors que la situation des entreprises allemandes connaissait peu de variation (1,7 année en 1987). En tout état de cause, le niveau atteint est, du point de vue du diagnostic financier, satisfaisant (en théorie, il est considéré comme tel s'il est compris entre 1 et 3).

Néanmoins, les performances financières des entreprises françaises, mesurées à partir des résultats rapportés aux capitaux propres, n'atteignent pas, en dépit de leur redressement sensible, le niveau de leurs homologues allemandes.

Ces conclusions ont été confirmées par l'étude du Crédit national conduite à partir d'un échantillon de « grosses PMI » françaises sur la décennie 1980, comparé à un échantillon d'entreprises allemandes depuis 1986. La vigueur du redressement des sociétés françaises les a conduites, en moyenne sur les trois dernières années, à dépasser leur concurrentes allemandes, pour le taux de marge et la rentabilité économique. La convergence est également très nette sur les marges d'autofinancement même si les entreprises françaises font moins bien que leurs homologues allemandes, du fait de leurs charges financières (les frais financiers représentent 20 % de l'EBE sur les trois dernières années en France contre 15 % en Allemagne).

De même, l'étude note un rapprochement sensible des structures de bilan. Entendu au sens strict, le taux d'endettement (endettement total/fonds propres au sens restreint) des entreprises françaises est devenu plus faible que celui de leurs concurrentes allemandes (80 % contre 89 %). À l'inverse, si l'on assimile les provisions pour retraites aux fonds propres, le taux

d'endettement des PME françaises (73 %) reste supérieur à celui des entreprises allemandes (55 %), même si l'écart a été divisé par 3 depuis 1986.

Ces deux études indiquent donc que l'efficacité dans la mise en œuvre des moyens de production est plus grande en France qu'en Allemagne. A l'inverse, la compétitivité financière de l'Allemagne semble meilleure. Trois éléments peuvent l'illustrer :

— La part des provisions pour retraite dans le bilan des entreprises allemandes est considérable. Elles représentent une dette stable, rémunérée à un taux favorable (6 %), même si elles font l'objet d'une réévaluation quant à la portée réelle des engagements futurs par les chefs d'entreprises allemands. Cet avantage, certes considérable, n'apparaît pourtant pas déterminant.

— L'importance des aides publiques aux entreprises joue également un rôle, notamment pour la compétitivité future. Une étude conduite pour le compte du ministère de l'Industrie indique, à titre d'exemple, que le surplus d'aides à l'innovation et à la recherche de la RFA sur la France a représenté de 1980 à 1986 à l'égard des PMI françaises un volume supérieur à l'augmentation de leurs fonds.

Ces données d'ordre macro-économique sont confirmées par l'analyse des données individuelles conduite par les enquêtes de la Banque de France. Celle-ci effectue chaque année une étude de la situation du système productif à partir d'un échantillon d'entreprises industrielles. Ces études annuelles confirment les deux enseignements majeurs des données macro-économiques : l'amélioration de la situation financière des entreprises et l'explication de ce mouvement par la restauration de taux de marge brute d'exploitation.

Cette amélioration a réduit le handicap des entreprises françaises

Les comparaisons internationales doivent être menées avec beaucoup de précautions : même lorsque les statistiques sont dites harmonisées, les définitions précises des postes de bilans varient d'un pays à l'autre. En outre, les règles comptables peuvent différer, notamment quant à la prise en compte de l'inflation dans les bilans. Enfin, plus encore qu'au plan national, les données recueillies souffrent de nombreuses imperfections. Elles portent sur des ensembles différents : ainsi, certains pays communiquent des données relatives à des ensembles consolidés, d'autres à des entités juridiques. Elles sont également très disparates, puisqu'en Allemagne, seules les données relatives aux grandes entreprises sont fiables, les SARL ne publiant pas dans la pratique leurs comptes.

Sous ces réserves, l'amélioration constatée a rapproché les situations des entreprises françaises de celles de leurs homologues étrangères. Comme

l'indique une étude de la Banque de France ³, alors que les firmes françaises présentaient en 1984 un taux d'endettement plus élevé que celui des firmes allemandes, elles ont depuis lors bénéficié d'une réduction sensible de celui-ci. La reconstitution des marges, transformées en fonds propres par capitalisation des résultats, associée à un net effort de désendettement explique très largement ce mouvement.

Ce constat positif mérite cependant d'être nuancé. Même si l'absence de tableaux de financement dans BACH ne permet pas d'analyser précisément les origines de ce phénomène, l'hypothèse la plus vraisemblable, compte-tenu des analyses macro-économiques disponibles, est que le mouvement de restauration des structures financières des entreprises s'est accompagné d'un retard d'investissement. Celui-ci a fortement pesé au moment de l'accélération de la croissance, multipliant les tensions sur les capacités de production et créant de nombreux goulots d'étranglement. Si le stock de dettes a pu être ramené à un niveau comparable à celui de nos principaux concurrents, le stock de capital demeure très insuffisant. Comme l'indique le rapport « Epargner, investir et croître » ⁴, le niveau d'investissement productif est en 1986 supérieur de 2,5 % en France à son niveau de 1980, contre 40 % en Allemagne, 21 % au Japon et 16 % aux Etats-Unis ; ce handicap s'est amplifié dans la période 1987/1990, de 1,5 % par an vis-à-vis de l'Allemagne, 6,5 % du Japon. Le retard d'investissement des années 1980/1986 n'a donc pas été comblé.

11

*Néanmoins, les PMI présentent
une situation plus préoccupante*

Dans une moindre mesure que leurs concurrentes françaises de grande taille, les PMI ont réussi à améliorer l'adéquation de leurs ressources financières à leurs emplois. Le taux de couverture des capitaux investis par des ressources stables est passé de 1983 à 1989 de 85,4 % à 95,4 %, mais l'écart avec les grandes entreprises a progressé de 3 points à 4,4 points.

Ce mouvement s'est doublé d'un redressement de leur autonomie financière : le taux d'endettement a été ramené de 54,4 % en 1983 à 45,5 % en 1989. Ce dernier résultat a toutefois été insuffisant pour empêcher une inversion de l'écart des taux d'endettement, favorable aux PME en début de période, défavorable depuis 1987, ainsi que pour leur permettre de rattraper leur retard sur certaines de leurs concurrentes étrangères.

³ Banque de France, Centrale de bilans, B 90/96, D. Beau-J.C. Sananes : structures financières et résultats des entreprises industrielles en France et en RFA (1984-1988). Vers la fin d'un handicap français ?

⁴ Groupe « Allocation internationale de l'épargne », présidé par P. Artus, Commissariat général du plan, juin 1991.

DOSSIER: LE FINANCEMENT DES ENTREPRISES

1988	France	Italie	Japon	E.-U.	Belgique	Espagne
Capitaux propres/ Total du bilan	30,6	29,4	21,0	45,6	36,4	45,3
Capitaux propres/ Ressources stables	58,2	72,9	48,8	70,4	70,8	84,5

Source : Banque de France

Cette fragilité résulte de la grande difficulté — et dans de nombreux cas de la réticence — des PMI à faire appel à des capitaux propres extérieurs. Entre 1983 et 1989, ce sont les ressources internes qui ont représenté en moyenne 72 % des ressources utilisées par les PMI. Au sein des ressources externes, la contribution des actionnaires (augmentation en capital et apports en comptes-courants) a été modeste, puisqu'elle n'a représenté dans l'industrie que 35 % contre 71 % pour les grandes entreprises. Le recours au système bancaire a été constant sur cette période, alors que les grandes entreprises ont procédé à un désendettement net en 1986, 1987, 1988.

Au total, l'évolution des PME-PMI françaises au cours de la décennie 1980 n'a pas permis de remédier à certaines faiblesses du tissu productif. Outre une pénurie d'entreprises particulièrement sensible sur le segment 50-150 Mf de chiffre d'affaires, cette faiblesse se caractérise par la modeste part d'entreprises à caractère familial au-delà d'un chiffre d'affaires de 150 Mf, ce segment comprenant une majorité de filiales de grands groupes, contrairement à la situation qui prévaut en Allemagne.

Cette tendance est renforcée par la volonté des PME allemandes d'élargir leur capital aux cadres en cas de besoin, tandis que leurs consœurs françaises ont tendance à privilégier un partenaire extérieur. Ce phénomène s'explique sans doute pour l'essentiel par des facteurs culturels et un style de management moins participatif dans les PME françaises.

Il renforce la difficulté de faire appel à des capitaux extérieurs hors famille : l'organisme qui prend une participation au capital est souvent confronté à un chef d'entreprise plutôt secret et sa rémunération est faible, dans la mesure où le dirigeant préfère se rémunérer sous forme de salaires ou d'avantages en nature plutôt que sous forme de dividendes. En dehors d'une allergie fiscale, au demeurant parfois excessive, ce comportement s'expliquait objectivement par les mécanismes de l'impôt sur les sociétés et par la volonté de s'approprier la rémunération issue de l'entreprise sans tenir compte de la géographie du capital. Les titres hybrides tendant à dissocier participation au capital et pouvoir de décision sont souvent trop complexes et butent sur la contrainte de rémunération.

*L'AMÉLIORATION DES FONDS PROPRES
DES ENTREPRISES : DES EFFETS TRÈS POSITIFS
SUR L'ÉCONOMIE*

La composition du passif des entreprises entre fonds propres et endettement a été peu étudiée par les économistes du fait, largement, des travaux de Modigliani et Miller. Ils indiquaient que, dans l'hypothèse de marchés financiers parfaits, le mode de financement des entreprises est sans importance. Ce théorème d'indifférence se justifiait par l'égalité à l'équilibre des rendements de toutes les formes de placements, après correction des différences de risques liés à chacun d'entre eux. Ils ont indiqué, quelque temps après, que l'entreprise a intérêt à s'endetter au maximum si les intérêts payés sur la dette sont déductibles du revenu imposable alors que les dividendes ne le sont pas.

Plus tard, les économistes ont réintroduit des imperfections de marché — interactions entre les impôts à la charge des entreprises et les impôts frappant les actionnaires, les effets d'annonce sur le public du taux d'endettement, le coût d'une faillite possible — pour expliquer le comportement des entreprises et particulièrement la valeur modérée des taux d'endettement.

Notre propos a pour objectif de mieux indiquer les enjeux des fonds propres et leur nécessaire renforcement.

13

*L'effet sur la solvabilité
des entreprises est majeur*

La contrainte de solvabilité est parfois oubliée par les professionnels de la gestion : un recours à l'endettement a pu être prôné pour renforcer la rentabilité des entreprises françaises en profitant de l'effet de levier (différence entre la rentabilité économique de l'entreprise et le coût des capitaux empruntés). Certains ont même tenté de définir un « optimum d'endettement ». Le succès de cette thèse a pu faire oublier que l'endettement avait également pour conséquence d'accroître la vulnérabilité de l'entreprise.

Mais plusieurs travaux ont mis en évidence la relation qui lie la solvabilité de l'entreprise — mesurée par le rapport de l'excédent brut d'exploitation aux intérêts majorés des dividendes et de l'impôt direct — et le nombre de défaillances d'entreprises sur la période 1974-1982⁵.

La Banque de France a mené également des études en ce sens. Sa Centrale de bilans a élaboré un indicateur synthétique de vulnérabilité (le score z) chargé de signaler 2 ou 3 ans à l'avance les difficultés des entreprises. Au sein

⁵ V. Lévy-Garboua, G. Maarek, « La dette, le boom, la crise », *Economica*, 1985.

de cette combinaison de ratios, deux d'entre eux ont un pouvoir très discriminant (le ratio frais financiers/EBE pour plus de 40 % et le ratio d'endettement pour environ 20 %). Enfin, des études sur l'industrie ont montré que les entreprises à risque présentaient un taux d'endettement élevé.

L'amélioration de la structure financière des entreprises concerne tout particulièrement les entreprises nouvelles. La démographie des entreprises s'apparente à celle des sociétés avant la « transition démographique ». Elles ont un taux de natalité élevé, accompagné d'une mortalité infantile importante qui limite la croissance de la population globale. A côté d'erreurs de gestion ou de mauvaise appréciation des marchés, c'est le défaut de fonds propres (plus durement ressenti dans le secteur industriel) qui s'affirme comme le principal responsable de cette mortalité élevée.

L'amélioration de la structure financière des entreprises devrait ainsi permettre de renforcer la solidité d'ensemble du système productif, compte-tenu de l'importance des liaisons bilantielles créées par le crédit clients. D'une part, en renforçant la solidité de chaque élément, elle accroît la capacité du système à faire face à la défaillance de l'un d'entre eux. D'autre part, elle constitue une condition indispensable à la réduction du crédit inter-entreprises. Sans revenir sur ce sujet — par ailleurs objet de nombreux rapports —, signalons que cette réduction aurait des conséquences importantes sur la pérennité d'un nombre non négligeable d'entreprises. Une étude de la Centrale des bilans de la Banque de France⁶ a simulé les conséquences mécaniques sur les comptes des entreprises d'une réduction brutale à 45 jours des délais de paiement. Ce mouvement, qui fait apparaître dans la quasi-totalité des secteurs à la fois des gagnants et des perdants, placerait dans une situation très délicate certains d'entre eux. Il s'agit des entreprises qui devraient, pour compenser l'apport du crédit clients, s'endetter à des niveaux peu acceptables, tant par rapport aux fonds propres qu'en termes de capacité de remboursement : c'est le cas de 12,5 % des entreprises de l'industrie, 35 % du commerce de gros, et 38 % du détail.

Un effet immédiat sur la rentabilité des entreprises est attendu

Lorsqu'il intervient, le renforcement des fonds propres se traduit par une diminution corrélative de l'endettement. L'entreprise concernée réalise, de ce fait, des économies de frais financiers, qui viennent accroître l'autofinancement, au taux d'imposition près. Ces économies ne seront pas seulement

⁶ D. Boissonade, J.C. Palu, *Conséquences sur les comptes des entreprises d'une réduction à 45 jours des délais de paiement. Quelques enseignements d'un essai de simulation*, Banque de France, Centrale des bilans B 91/16.

générees par l'effet-volume lié à la réduction de l'endettement, mais également par un effet-prix lié au moindre coût de celui-ci. Il est certain que les entreprises profitent de ce surcroît de ressources pour supprimer le recours aux formes les plus onéreuses de crédit en opérant une restructuration de leur endettement par consolidation pour un montant au mieux équivalent — si l'on retient le ratio des banques — de concours à court terme en dettes à terme. Au-delà, cette amélioration devrait leur permettre de mieux négocier l'ensemble de leurs conditions débitrices. Si celles-ci sont assurément fonction de la taille de l'entreprise, elles prennent également en compte la situation de l'entreprise. Cet écart est d'ailleurs une fonction décroissante de leur taille. Autrement dit, ce seront les petites entreprises qui bénéficieront le plus d'un allègement des charges financières, sauf si les conditions des crédits qui leur sont consentis sont liées aux garanties offertes par le patrimoine du dirigeant ou de sa famille.

Ce moindre prélèvement des frais financiers viendra augmenter l'autofinancement de l'entreprise. Les PME pourront alors choisir entre le renforcement de sa structure financière ou la rémunération de ses actionnaires.

En bonne logique économique, l'épargne investie en fonds propres doit bénéficier, par rapport aux fonds investis en titres obligataires, d'une prime de risque. Il n'en reste pas moins que la rémunération des fonds propres présente du point de vue de la solidité des entreprises deux caractéristiques importantes :

— sa conditionnalité : l'entreprise peut se dispenser de verser des dividendes dans une année difficile alors que les frais financiers constituent une charge permanente ;

— sa souplesse : l'actionnaire peut trouver une rémunération attendue dans l'encaissement des dividendes, mais également dans la réalisation des plus-values de cession. Même si bien d'autres facteurs contribuent à la formation des plus-values (perspectives de développement, part de marché...), l'amélioration de la situation financière de l'entreprise en reste un élément déterminant.

*Un effet positif
sur l'investissement est probable*

Moins attendue, cette conséquence n'en est pas moins importante. Face à la perte de pouvoir explicatif du modèle de l'investissement du type accélérateur-profit à partir des chocs pétroliers, il est apparu que d'autres facteurs jouaient un rôle significatif sur la décision d'investissement : c'est le cas notamment de la contrainte de solvabilité et des perspectives de profitabilité. Ainsi l'INSEE⁷ constate que l'amélioration de la situation

⁷ Rapport sur les comptes de la Nation, 1990.

financière des entreprises et de la rentabilité expliquerait la moitié de la hausse de l'investissement entre 1984 et 1987. Il est vrai que les deux indicateurs ont connu de fortes variations au cours de cette période (hausse de 54 points de la rentabilité et de 12,5 points de la profitabilité) et que les points de départ de ces évolutions étaient de nature à constituer des facteurs de blocage.

Compte-tenu du chemin parcouru, il n'est pas certain qu'une amélioration des structures financières joue aujourd'hui encore un rôle moteur en matière d'investissement. Une étude récente de la Banque de France⁸ s'intéresse aux contraintes pesant sur les projets d'investissement. La principale est celle née d'un endettement excessif qui limite les projets de 20 % des entreprises en 1986, 13 % en 1987, 10 % en 1989. Cette contrainte, qui a vu au cours de la décennie précédente son rôle décroître, pourrait connaître une nouvelle actualité.

Son importance est néanmoins considérable puisque l'impact — mesuré *ex post*, à partir des réalisations — est une baisse de l'investissement de l'ordre de 4 %, alors que la contrainte des débouchés conduit les entreprises à stabiliser son montant. Fort logiquement, cette contrainte est durable. Ainsi, apparaît un retard d'investissement cumulatif qui risque de disqualifier une fraction non négligeable du tissu productif français et pour l'essentiel des PME-PMI ; un endettement excessif limite l'investissement, rendant ainsi plus difficile la réponse à un surcroît de demande ou une restauration de la rentabilité.

Au-delà de son impact sur le volume global de l'investissement, le renforcement des fonds propres joue un rôle positif sur la nature des risques acceptés par le chef d'entreprise.

Une structure plus solide le conduira vraisemblablement à retenir des investissements plus risqués, mais aussi plus rentables à terme : il peut s'agir des dépenses dites immatérielles, en recherche ou en développement, des dépenses liées à la pénétration de nouveaux marchés (implantations à l'étranger), ou des dépenses indispensables à son développement (croissance externe).

En tout état de cause, une structure financière confortable permet de saisir les opportunités de croissance externe qui apparaissent.

Davantage que les fonds d'emprunt, les fonds propres peuvent donc être facteurs de prise de risque pour les entreprises, mais aussi d'amélioration sensible de la rentabilité.

⁸ Banque de France, Centrale de bilans, B 91/18 : *Endettement, rentabilité, débouchés et investissements. Une analyse sur données individuelles d'enquêtes et de comptes d'entreprises.*

Un effet positif sur l'emploi

Le renforcement des fonds propres aurait une triple incidence sur le niveau de l'emploi.

— Il viendrait, en limitant les défaillances d'entreprises qui se traduisent souvent par des disparitions dans le cas des plus petites ou par un redimensionnement des effectifs dans le cas des moyennes ou des grandes, réduire une des principales sources d'entrée sur le marché du travail. De plus ces entrées concernent principalement les catégories de personnes les plus difficiles à réinsérer (personnes peu qualifiées,...).

— Il renforcerait le mouvement de créations d'emplois par les entreprises nouvelles. Déjà responsables de 70 % des créations d'emploi par les PME-PMI au cours de la décennie 1980, ces entreprises seraient rendues ainsi moins vulnérables, ce qui permettrait une accélération de leur croissance.

— Il permettrait, enfin, aux entreprises de tirer un meilleur parti de la croissance de la demande qui leur est adressée, grâce à un investissement plus soutenu. Qu'il s'agisse de les doter de capacités de productions supplémentaires ou de capacités à proposer une offre plus compétitive, ces investissements entraîneront un surcroît d'activité qui exigera de faire appel à un personnel plus nombreux.

17

*Un effet favorable
à la stratégie de désinflation*

Les entreprises confrontées à l'évolution des charges d'intérêt liée à la progression de l'endettement et/ou des taux proposés peuvent chercher à les répercuter dans leurs prix, afin de préserver leurs marges.

Selon une étude de la Direction de la prévision⁹ qui teste avec un modèle économétrique l'impact de la dégradation de la solvabilité (définie comme le rapport intérêts versés/coût variables) sur le comportement de prix, cette répercussion semble s'être produite.

Sur la période étudiée (1970-1987) la solvabilité s'est dégradée d'environ 5 points, ce qui entraîne un écart de 3,4 points de prix effectif de production par rapport au prix désiré. De même, une étude de l'INSEE¹⁰ conclut à une influence significative de la variation du ratio d'endettement (dette nette/capital productif fixe au prix de renouvellement) sur la variation du prix de la valeur ajoutée. Ces études reprennent d'ailleurs des travaux plus anciens qui aboutissaient à des résultats similaires¹¹.

⁹ P. Allard, *L'influence de la solvabilité et de l'investissement sur le comportement de prix des entreprises*, Direction de la prévision, juin 1989.

¹⁰ J. Fayolle, *Inflation, prix relatifs et endettement des entreprises*, INSEE, juillet 1989.

¹¹ P. Artus, H. Sterdyniak, *Comportement des entreprises et modèles macro-économiques*, Annales de l'INSEE n° 40, 1980.

*LE RENFORCEMENT DES FONDS PROPRES :
UNE AMÉLIORATION DE LA RELATION
BANQUE/ENTREPRISE*

Le financement des entreprises peut être assuré par les marchés ou les intermédiaires financiers. Le développement des marchés ne peut conduire à leur laisser seuls la responsabilité du financement des entreprises. Sans s'attacher sur leurs excès (tyrannie de court terme face aux impératifs d'une vision stratégique, emballements collectifs...), le rôle exclusif des marchés ne serait pas sans inconvénients.

*Cette relation est indispensable
à la pérennité du financement*

En effet, ils ne bénéficient véritablement qu'aux grandes entreprises. Elles seules sont suffisamment équipées pour tirer parti des innovations financières et des marges réduites qu'elles proposent. Souvent la comparaison des prix entre financement de marché et financement bancaire oublie les coûts indirects : mise en forme et certification de l'information destinées aux souscripteurs. Ceci explique en grande partie l'échec de l'abaissement des billets de trésorerie de 5 à 1 MF. L'un des premiers utilisateurs, la société « Coup de cœur » a dû y renoncer au motif que le coût global était supérieur à celui d'un crédit spot.

Le phénomène pourrait même conduire à aggraver la situation des PME-PMI. En effet, la structure des ressources des banques est caractérisée par la prise en charge par la fonction crédit des coûts de gestion des moyens de paiement. Malgré des progrès récents, la faible part des facturations de services conduira les banques à poursuivre cette compensation mais sur une base réduite, les grandes entreprises ayant recours aux financements désintermédiés.

Le même raisonnement pourrait être tenu à propos des entreprises présentant le risque maximum. Les banques, à travers leur fonction d'intermédiation, réalisent une première mutualisation de ce risque. Chaque entreprise acquitte dans le coût du crédit une prime d'assurance. La tentation est grande pour celles qui présentent la meilleure situation de recourir à des financements de marché plus économiques. Elles renoncent alors à payer le prix d'un engagement de soutien des banques en cas de difficultés futures.

Ce comportement présente deux inconvénients. Toute entreprise, en premier lieu, en cas de dégradation de sa situation, ne trouvera plus de financements, la voie du marché lui étant fermée, et elle rencontrera des difficultés à rééchelonner sa dette (les titres négociables étant beaucoup plus

difficiles à « moratorier »). Les entreprises moins favorisées, quant à elles, devront acquitter des primes de risque supérieures du fait de la restriction de la base de la mutualisation.

*Indispensable, cette relation
est pourtant sujette à de nombreuses critiques*

Une étude récente¹² met en évidence la spécificité de la relation bancaire dans notre pays. La fonction PME-PMI apparaît comme insuffisamment reconnue au sein des banques (il n'existe pas de « carrière PME ») celles-ci restant très largement perçues par les PME comme le bras séculier des pouvoirs publics, ce qui limite les documents qu'elles acceptent de leur fournir. L'offre bancaire semble s'être davantage développée suivant une logique de fournisseur engendrant une insatisfaction des PME et une précarité accrue des relations banques-entreprises.

Les PME font part de nombreux griefs à l'encontre de l'offre bancaire. Leurs attentes par rapport à l'offre existante sont principalement de nature qualitative — capacité à conseiller, compétence de l'interlocuteur, qualité de services mais aussi délais d'exécution ou conditions financières —. Elles souhaitent se voir proposer des produits adaptés et non la simple transposition de produits élaborés pour les grandes entreprises comme les billets de trésorerie à 1 MF, mini-MOF ou des produits à la « mode ».

19

Il en résulte une forte versatilité des relations bancaires. Si le nombre de banques par entreprise est sensiblement voisin d'un pays à l'autre (4 en France et RFA, 3 en Grande-Bretagne), il a pour origine des mouvements différents.

En Allemagne, il s'agit d'une tendance récente qui ne s'accompagne pas de la rupture avec la banque universelle de référence (Hausbank), mais indique une volonté de plus grande autonomie des entreprises.

En France, en revanche, c'est le résultat d'une rotation élevée des relations bancaires, elle-même conséquence d'une politique délibérée des entreprises.

Alors qu'en Grande-Bretagne 50 % des PME refusent de mettre en concurrence leurs banquiers, en France, un tiers des PME effectuent cette opération systématiquement sur l'ensemble des éléments de la relation. Dans ces conditions on conçoit aisément que la naissance d'une relation de partenariat apparaisse difficile.

12 Mai 1991 : Analyse de la perception de l'offre bancaire par les petites et moyennes entreprises en Grande-Bretagne, Allemagne et France. Bossard Consultant pour le compte du Conseil national du crédit.

*L'amélioration de cette relation favorable
à la pérennité des entreprises
passe par un renforcement des fonds propres*

Un véritable partenariat banque/entreprise doit trouver ses fondements dans une garantie offerte aux banquiers de la solidité de l'entreprise. Les fonds propres constituent cette garantie de dernier ressort. Leur renforcement permettra aux banquiers de prendre des risques sans chercher systématiquement les garanties dans les conditions de dénouement des opérations (escompte) ou dans le patrimoine privé du dirigeant ou de sa famille. Il ne s'agit pas ici d'aborder le débat banque/industrie qui concerne en fait l'aménagement de la relation entre la banque et l'entreprise et qui, pour ses partisans, permet à travers une combinaison d'intervention en fonds propres et de crédit de réduire l'asymétrie d'information du prêteur mieux que la seule relation de crédit.

Les grands bénéficiaires de cette amélioration seraient les PMI. Ce sont elles, en effet, qui supportent le coût du crédit le plus élevé.

L'éventail des taux d'intérêt a été comparé pour quatre pays par KPMG-Fiducière de France dans « l'étude des conditions de crédit aux PMI : RFA-Royaume-Uni-Italie-France » à partir des données d'une enquête. Ces statistiques montrent que :

— pour le découvert bancaire, plus l'entreprise est grande, plus le taux est faible et cela quel que soit le pays. Les écarts de taux entre les plus petites et les plus grandes des PMI sont de l'ordre de 2 points en France et en Italie, mais sont plus faibles en RFA et au Royaume-Uni ;

— pour les crédits à moyen terme, l'effet-taille reste réel pour le Royaume-Uni et la France, mais non pour la RFA ;

— pour les crédits à long terme, l'effet-taille ne joue plus de façon monotone.

Cet effet, largement confirmé dans le cas français par les enquêtes du Conseil national du crédit, n'épuise pas l'explication de la dispersion des taux d'intérêt apparent.

Une étude de la Centrale des bilans de la Banque de France recherche les liens unissant coût de l'endettement, risque de défaillance et structure financière¹³.

Une première explication de cette liaison peut résider dans le risque de défaillance. Appréhendé à partir de l'indicateur de vulnérabilité de la Centrale de bilans (le score z), ce risque est d'autant plus faible que l'entreprise est grande. Si le risque a lui aussi une influence sur le taux

¹³ Elle est conduite à partir des données comptables des entreprises, et raisonne à partir du taux d'intérêt apparent, obtenu en rapportant les frais financiers du compte de résultat à l'endettement de fin d'exercice calculé en moyenne sur 2 années. Cette mesure est imparfaite puisqu'elle ne tient pas compte des fluctuations infra-annuelles des concours bancaires courants.

d'intérêt, la question de l'indépendance de ces effets va se poser. Si le prêteur intègre au taux d'intérêt une prime de risque, celle-ci peut-elle se décomposer entre un effet-taille et une prime liée à l'appréciation de la situation individuelle de l'entreprise ?

Or, le taux d'intérêt n'augmente pas uniformément avec le risque. Pour les PME, ce n'est pas pour la classe où le risque de défaillance est à son maximum que les taux sont au plus haut. En partant de cette classe pour aller vers des classes présentant des risques plus faibles, le taux d'intérêt commence d'abord par croître¹⁴. La hiérarchie des taux selon les risques ne recoupe pas celle des taux par taille d'entreprise. Les deux effets ne sont pas équivalents : la taille de l'entreprise exerce un effet propre, indépendamment du risque de défaillance qui lui est lié.

Néanmoins, à taille égale, une entreprise à risque paiera un taux d'intérêt plus élevé. Cet écart frappe particulièrement les entreprises de moins de 200 salariés et atteint son plus fort taux pour celles de moins de 20 salariés. Ainsi l'existence d'une prime de risque individuelle se surajoutant à l'effet-taille, se confirme. Au total, un renforcement de la structure financière des entreprises conduira donc à une diminution des primes de risque, et cette économie sera plus importante encore pour les petites entreprises que pour les grandes firmes.

21

UN RENFORCEMENT DES FONDS PROPRES
REQUIERT LA MOBILISATION
DE NOUVEAUX APORTEURS
DE CAPITAUX

L'amélioration de la situation financière des entreprises françaises peut avoir trois origines : une croissance de leurs résultats, des cessions d'actifs utilisant parfois des techniques complexes telles que le *lease-back*, le crédit-bail adossé, ou des apports externes. Les plans de redressement des entreprises prévoient, de manière générale, un recours à toutes ces solutions. Pourtant c'est la dernière voie qu'il paraît le plus urgent de privilégier, compte tenu des défis qu'ont à affronter les entreprises françaises. Nous allons donc examiner comment ceux-ci peuvent se concrétiser.

¹⁴ Ce résultat surprenant peut s'expliquer par la législation qui régissait jusqu'en 1989 le taux d'usure et la pratique qui consiste à limiter pour les PME présentant les plus forts risques le crédit à l'escompte des bonnes signatures et à financer leurs immobilisations par des mécanismes de location dont les taux dépassent certainement ceux observés pour le crédit.

*Les marchés ne constituent pas
une solution suffisante*

Si, au niveau micro-économique, l'origine des fonds qui viennent s'investir en capital a peu d'importance, dans la mesure où l'effet bénéfique sur la rentabilité et la solvabilité de l'entreprise est identique, il n'en va pas de même au plan macro-économique. Une simple redistribution des fonds propres entre les entreprises par l'intermédiaire de prises de participation ne paraît pas suffisante. Le renforcement des fonds propres des entreprises doit être vérifié de manière globale, du moins pour l'ensemble des entreprises hors banques et assurances.

Or c'est très exactement l'évolution inverse qui est aujourd'hui constatée. Les entreprises apportent davantage de capitaux à leurs consociaux qu'elles n'en reçoivent de leurs associés.

Les marchés de capitaux ne constituent pas pour l'essentiel des sources de financement

Il peut sembler paradoxal d'affirmer que le marché des capitaux ne remplit pas ce qui semble — et devrait — être sa fonction principale : l'apport de capitaux aux entreprises. Pourtant la Bourse est davantage un marché de liquidité des actions qu'une source de financement. Traditionnellement, sur longue période, les dividendes versés sont supérieurs aux augmentations de capital.

Ils constituent d'ailleurs en France, par le biais du paiement des dividendes en actions, une part croissante depuis quatre ans des augmentations de capital par appel public à l'épargne. Limitée à 2,8 % en 1987 pour un montant de 1,6 milliard, cette part dépasse 17 % en 1990 pour 10,8 milliards. Les premières indications disponibles pour 1991 laissent supposer la poursuite de cette tendance. Cela signifie donc que le maintien du volume des émissions d'actions depuis 1987 s'explique en partie par un phénomène d'auto-alimentation. Ceci est particulièrement inquiétant pour l'avenir, dans la mesure où ce mécanisme d'auto-alimentation ne bénéficie plus des mêmes incitations fiscales qu'auparavant (la réunification du taux d'IS met fin à l'avantage donné aux distributions de dividendes sous forme d'actions, taxés comme un bénéfice réinvesti — article 219-1 du CGI —).

De plus, le comportement financier des entreprises se caractérise par des emplois en capital qui dépassent les ressources dont elles bénéficient au titre des augmentations de capital. Cela signifie qu'au moment où la faiblesse des fonds propres des entreprises françaises est unanimement reconnue, ce handicap global se renforce.

Selon le rapport du Conseil national du crédit pour 1990, c'est l'évolution des placements en actions et autres participations qui est à l'origine de l'augmentation de la part des placements financiers dans les emplois des

L'IMPÉRIEUSE NÉCESSITÉ DES FONDs PROPRES

entreprises. Cette tendance s'est encore accentuée en 1990, en dépit — ou à cause — d'une évolution peu favorable des cours de Bourse. L'augmentation du portefeuille d'actions et de participations des sociétés a atteint 261,3 milliards, en progression de 39,9 % sur 1989.

En contrepartie, elles n'ont bénéficié de ressources de ce type qu'à hauteur de 214,5 milliards, soit un déficit de 46,4 milliards contre un apport net de 53,5 milliards en 1989. Ces montants qui ne portent que sur les encours doivent être corrigés pour tenir compte des versements nets de dividendes (dividendes versés-dividendes reçus). Malgré leur progression sensible (+ 18,2 % en 1990 à 126 milliards), les dividendes reçus n'assurent pas la couverture des dividendes versés.

Cette caractéristique pour l'année 1990 est en fait vérifiée depuis 1987, comme l'indique le tableau ci-dessous, les marchés de capitaux apparaissent davantage comme des marchés de liquidité ou de modification potentielle du pouvoir que comme une source de financement des entreprises.

APPORT NET DES MARCHÉS AUX SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES

	1987	1988	1989	1990
Titres émis	182,6	190,9	264,9	245,9
(dont obligations)	(23)	(28,9)	(24,6)	(30,9)
Placements en actions et obligations hors Opcvm	109,1	142,0	190,6	292,9
(dont obligations)	(7,2)	(14,9)	(3,8)	(31,6)
Financement net reçu (A)	73,5	48,9	74,3	- 47,0
Dividendes versés	139,3	166,3	199,0	227,3
Dividendes reçus y compris sur Opcvm	67,8	84,6	106,5	125,9
Dividendes nets versés (B)	71,5	81,7	92,5	101,4
Apport net hors placements en Opcvm (A - B)	+ 2 (1)	- 33,7	- 18,2	- 148,4
Pour mémoire : Placements en Opcvm	42,7	84,0	116,8	73,6
Apport net après prise en compte des placements en Opcvm	- 40,7	- 117,7	- 135,0	- 222,0

23

(1) Les années 1986 et 1987 sont en tout point atypiques des données de longue période, tant pour les banques que pour le marché.

Source : Comptes de la Nation et Banque de France.

Plusieurs raisons peuvent expliquer ce phénomène.

— Tout d'abord, la restructuration du tissu productif s'accélère sensiblement, peut-être sous l'effet de l'échéance européenne. Comme l'indique la Centrale de bilans dans son étude annuelle sur le système productif¹⁵ le mouvement de croissance externe a connu en 1990 une accélération : l'augmentation simultanée des acquisitions (+ 38 %) et des cessions (+ 107 %) des titres de participation traduit une forte mobilité du capital, tout particulièrement pour les grandes entreprises qui n'a pourtant pas entraîné une croissance équivalente du stock de titres de participation détenu par les entreprises (+ 19,3 %). Outre les ventes à des tiers, ces mouvements de cessions traduisent des opérations de réorganisation (reclassement de titres entre les holdings...) liées à des diversifications sectorielles ou géographiques.

— Ensuite, la volonté de se prémunir contre les excès du marché et les risques de perte de pouvoir a joué un rôle croissant, au moment où la chute des cours pourrait favoriser des opérations hostiles. La perspective de l'interdiction de l'auto-contrôle a conduit à multiplier les actions de défenses préventives : radiation de la cote de filiales pour s'assurer un contrôle exclusif, prise de participations croisées pour renforcer des alliances d'actionnaires...

24

— Enfin, *last but not least*, l'essor des investissements français à l'étranger qui comptent au nombre des emplois des entreprises a conduit à un écart croissant avec les investissements étrangers en France.

Bref, l'intérêt de ces opérations d'investissements pour la compétitivité de nos entreprises renforce encore la nécessité de fonds propres nouveaux que le marché des actions n'est pas à même, à l'heure actuelle, d'apporter aux entreprises. Ce défaut, vérifié globalement pour les entreprises, est une fois encore, plus accusé dans le cas des PME-PMI.

Les marchés ne constituent pas une solution adaptée aux PME-PMI

Les petites entreprises, nous l'avons vu, ont encore plus que les grandes besoin d'augmenter leurs fonds propres. Elles sont pourtant mal armées pour accéder aux marchés de capitaux, qui « sont non seulement des marchés de gros, conçus pour traiter des volumes importants, mais aussi des marchés de notoriété qui demandent en outre une expertise en matière financière bien supérieure aux moyens humains et techniques que peuvent y consacrer la plupart des PME »¹⁶.

Certes, la création du second marché en 1983 a permis de faciliter l'accès des entreprises de taille moyenne au marché financier. Il a connu un développement très rapide, puisqu'au 31 décembre 1990, les actions de

¹⁶ Y. Ulmo-M. Castel, « La nouvelle intermédiation financière », Revue d'Economie Financière, printemps 1991.

297 sociétés françaises étaient inscrites à sa cote (dont 111 pour les Bourses régionales) représentant 8,7 % de la capitalisation des sociétés inscrites à la cote officielle, soit 139 milliards. Néanmoins, plus que cette dernière, il a souffert du choc boursier d'octobre 1987, la chute brutale des cours n'ayant été relayée que très sélectivement par leur remontée. Conjugée à sa moindre liquidité et à quelques accidents spectaculaires, cette évolution a pesé sur son dynamisme : ainsi en 1990, 18 sociétés ont été introduites, ce flux compensant à peine celui des radiations, 17. Très rarement utilisé pour lever des capitaux nouveaux qui viendraient renforcer la structure financière des entreprises, il a pu, par un effet de notoriété, leur permettre d'accéder à des fonds de capital-risque.

Le capital-risque lui-même ne paraît pas à même de constituer une solution alternative. L'essor bien réel des prises de participation des 20 SDR — qui sont passées de 286 millions en 1986 à 931 millions en 1990 — et des sociétés de capital-risque — qui ont investi 3,5 milliards en 1990 — demeure somme toute modeste. Il concerne davantage le capital développement que celui de création, à l'exception de quelques secteurs très porteurs. Les coûts fixes particulièrement lourds pour de très petits dossiers, la faiblesse des perspectives de plus-values, sont autant d'obstacles à sa diffusion.

Au total, l'accès à ces ressources ne peut concerner potentiellement qu'un nombre limité de PME-PMI, au mieux 1 200 et 1 500 selon l'estimation de Y. Ullmo et M. Castel pour les marchés financiers, et environ 35 000 pour le capital-risque. Ces chiffres sont à comparer aux 200 000 entreprises de 10 salariés et plus qui existent en France. Ils indiquent néanmoins qu'un progrès sensible pourrait être effectué en matière de capital-risque.

25

Les fonds propres ne sont pas gratuits

L'intervention des sociétés de capital-risque suppose à la fois qu'une rémunération soit assurée à leurs investissements ainsi qu'une certaine liquidité à leurs placements. Il s'agit d'éviter, comme le notait Odilon Barrenton dans ses propos, qu'il vaille mieux prendre d'assaut une forteresse qu'une entreprise, car si l'on peut avoir un espoir qu'une forteresse se rende, le capital lui ne se rend jamais !

En bonne théorie économique, la prise de risque suppose une rémunération. Celle-ci doit tenir compte de celle offerte par des placements alternatifs, comme des spécificités liées à l'actionariat. De ce point de vue, l'on devrait parvenir à une structure des rémunérations qui irait des placements peu risqués de type monétaire ou obligataire, aux souscriptions au capital des sociétés non-cotées, dont la rentabilité devrait être supérieure à celle des sociétés cotées pour tenir compte du risque d'illiquidité. Les fonds propres ne peuvent en aucun cas être des fonds gratuits, et il est crucial qu'ils soient bien rémunérés.

Des difficultés apparaissent pour l'évaluation de la rentabilité de l'investissement dans les sociétés non-cotées. D'une part, la motivation de cet investissement n'est pas toujours liée à une optique de valorisation de portefeuille, mais davantage de partage du pouvoir économique, et la rémunération qui en est attendue dans ce cas n'est pas toujours monétaire. D'autre part, cette rémunération monétaire peut prendre des formes relativement diverses. Il est probable que l'on peut mettre en regard de l'investissement des encaissements de dividendes, mais ceux-ci ne correspondent qu'à une fraction — sans doute pas la plus significative — de cette rémunération. Elle prend pour l'essentiel la forme de plus-value liée à la cession de capital opérée par exemple à l'occasion d'une réorganisation.

Malgré tout, il est possible de tenter d'évaluer la rentabilité des placements en capital dans les sociétés non-cotées. Cela peut se faire à partir des résultats du capital-investissement qui s'est largement développé en France au cours des années 1980. Une première étude de la Caisse des dépôts publiée dans cette revue (*numéro printemps 1991*, Charles Soullignac, Mesures des performances du capital-investissement en France), y contribue.

Ses principales conclusions sont les suivantes :

— la performance du capital-investissement est toujours supérieure à celle des obligations, assurant ainsi la rémunération du risque ;

— la rémunération du risque d'illiquidité n'est assurée qu'en fin de période : en effet, l'écart défavorable de 1981 à 1985 pour des souscriptions au capital-investissement par rapport au CAC général et au second marché s'inverse en 1986. Il est probable d'ailleurs que ce phénomène se poursuive, et que la performance du capital-investissement basée sur celles des sociétés non-cotées devrait être moins affectée que celle des sociétés cotées.

Même si cette étude a été conduite sur un échantillon dont la représentativité n'est pas parfaite, elle indique que le taux de rentabilité interne (TRI) moyen de l'investisseur est de 19 %.

Ce résultat, comparable à ceux obtenus dans des pays comme la Grande-Bretagne et les Etats-Unis, devrait constituer un facteur d'incitation au développement de cette pratique. Cependant, la récupération du capital par l'investisseur demeure faible. Une rotation plus importante du portefeuille de participations qui viendrait accroître la liquidité de ces investissements pourrait également y contribuer.

Cet inconvénient pourrait être limité si l'on parvenait à organiser un marché des participations dans les sociétés non-cotées, ce qui rejoint les propositions de création de troisième marché non spéculatif émises par ailleurs. Son alimentation en ressources nouvelles pourrait naître de la mobilisation d'une épargne de proximité à travers plusieurs intervenants (dont des fonds de garantie d'origine publique), mais également d'une réorientation des placements des sociétés d'assurance, qui ne concernent que

très marginalement les sociétés non cotées (1,4 % de leurs placements au 31.12.1989 qui correspondent probablement à des sociétés filiales). Plusieurs propositions ont été avancées en ce sens.

En définitive, même si la situation des entreprises françaises apparaît moins dégradée qu'on ne le dit, elle appelle néanmoins un renforcement des fonds propres. Cette nécessité est particulièrement marquée dans le cas des PMI et des entreprises industrielles.

Les entreprises françaises vont voir leurs besoins de ressources financières augmenter : il leur faut accroître leur effort de recherche-développement, renforcer leurs moyens commerciaux, s'adapter à un rythme soutenu d'innovations technologiques, c'est-à-dire renforcer leurs investissements immatériels mal financés jusqu'ici par le système de crédit. Pour beaucoup d'entre elles se pose le problème de la taille critique à l'approche de l'échéance du Grand marché intérieur. Ces chocs vont affecter davantage les entreprises industrielles, qui mettent en œuvre des moyens plus importants et sont soumises à une pression concurrentielle plus forte, particulièrement les plus petites d'entre elles qui souffrent d'un handicap de taille non négligeable dans la perspective européenne.

Il est peu probable qu'elles trouvent ces ressources dans une amélioration de leur rentabilité, qui risque de se maintenir au mieux, à son niveau actuel. Il n'est pas souhaitable qu'elles accroissent leur endettement qui pèserait sur leur solvabilité et leur autonomie financière.

27

Ainsi apparaît nettement la nécessité des fonds propres. Indispensables, ils ont peu de chance d'être suffisants. Sans aborder les améliorations susceptibles d'être apportées au financement du cycle d'exploitation, il est souhaitable de développer également les apports en ressources durables aux entreprises. Pour toutes les entreprises, le développement de circuits courts d'affectation de l'épargne, comme l'épargne salariale ou la constitution de provisions pour engagements de retraite (indemnités de fin de carrière par exemple) les doteraient de capacités financières suffisantes pour faire face dans de bonnes conditions aux cycles économiques. Ni le marché, ni dans une moindre mesure les banques n'ont les capacités à remplir cette fonction.

Pour les PME, des formules de fonds de moyen terme dont la rémunération, au-delà d'un minimum garanti — éventuellement sur la durée du prêt —, serait liée aux performances des entreprises. Ce système, qui aurait l'avantage pour l'entreprise de connaître une certaine conditionnalité dans sa rémunération, présenterait pour le prêteur l'immense mérite d'être remboursable. Une formule de compte-courant participatif pourrait constituer un apport non négligeable aux immenses besoins des petites entreprises. Outre un aménagement de la fiscalité, la condition de succès de ces formules réside dans le développement des mécanismes de garantie.