

Le financement des entreprises en zone euro : évolutions récentes et perspectives

Laurent Nahmias

Le financement constitue le carburant de deux importants moteurs du comportement cyclique de l'économie : l'investissement des sociétés et les stocks. En effet, les sociétés doivent mobiliser des ressources en amont pour pouvoir concrétiser leurs projets et financer leurs stocks. Analyser et comprendre la structure de financement du tissu productif revêt donc un caractère déterminant pour orienter les décisions des décideurs publics et des régulateurs.

Aux États-Unis, le financement des sociétés s'appuie essentiellement sur les marchés financiers. En revanche, le crédit bancaire est prépondérant en zone euro. Le modèle américain, pour lequel les contours actuels tiennent à des motifs structurels, pourrait éclairer sur les freins – et les moyens de les relâcher – qui pèsent encore sur l'essor de la finance directe en zone euro.

À l'aune de ces premiers constats, l'enjeu pour les pouvoirs publics européens a résidé dans la mise en œuvre de politiques incitatives pour soutenir le financement des sociétés et notamment celui des PME/ETI qui sont les plus vulnérables aux aléas économiques et financiers. Dans ce contexte, il est apparu nécessaire de s'interroger sur les contraintes qui s'exercent sur leur financement et les stratégies pour les alléger.

En zone euro, la dépendance des sociétés au crédit tend à accroître l'incidence des normes prudentielles sur le financement de l'économie. Face à ce fort durcissement réglementaire et une conjoncture déprimée, la BCE est intervenue massivement pour assouplir les conditions de l'offre de crédit en abaissant jusqu'au plancher ses taux directeurs puis en déployant des mesures

non conventionnelles. Pour soutenir le financement des PME/ETI, la finance directe est apparue comme une voie alternative qui viendrait en renfort des prêts bancaires. Enfin, l'Union Européenne ou les États membres ont accompagné ces initiatives par un soutien direct ou indirect aux PME/ETI.

Une forte dépendance au crédit bancaire malgré un mouvement de désintermédiation

Malgré des disparités au sein de la zone euro, le crédit bancaire occupe une place prépondérante dans l'endettement (crédits bancaires et titres de dette) des sociétés non financières pour l'ensemble des pays membres (entre 62% et 89% en février 2015). Le mouvement de désintermédiation amorcé en zone euro depuis la crise a été porté par le dynamisme des émissions de titres des « grosses » ETI et des grandes entreprises. En effet, ces sociétés peuvent plus aisément lever des fonds tant sur les marchés domestiques qu'internationaux. Bénéficiant de notations d'agences, elles ont la faveur, pour les plus grandes d'entre-elles, d'investisseurs à la recherche de rendements plus élevés dans un contexte de taux bas. En revanche, les plus « petites » ETI et PME, pour lesquelles le risque intrinsèque ne constitue pas une information publique, ont encore un accès relativement restreint aux marchés.

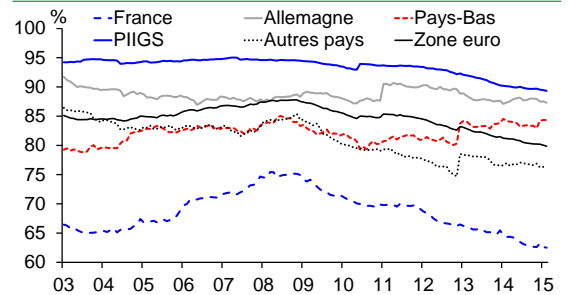
L'intermédiation bancaire est la plus élevée dans les pays d'Europe du Sud et en Allemagne

Deux sources statistiques ont été principalement mobilisées pour retracer le mode de financement des sociétés : d'une part, les statistiques monétaires et d'émission de titres de la BCE et d'autre part, la base BACH de la Banque de France de comptes agrégés établis sur bilans sociaux.

Les sociétés non financières (SNF) se financent principalement en zone euro par le canal bancaire. Bien que le taux d'intermédiation bancaire soit en recul sensible depuis la crise financière (80% en février 2015 contre 88% au T1 2008 en zone euro), les entreprises continuent de solliciter en priorité le crédit pour leur financement (cf. graphique 1). La part des crédits dans l'endettement est de loin la plus faible en France (62%) et très significativement inférieure à celle de l'Allemagne (87%) ou des GIIPS¹ (89%). La baisse de l'intermédiation bancaire a concerné tous les pays à un rythme plus ou moins accusé mais elle a été la plus marquée en France (-12,4 points entre décembre 2008 et février 2015). Dans un contexte de taux exceptionnellement bas, le coût de la dette de marché plus favorable que celui des financements bancaires contribue à ce que les sociétés renforcent leur financement par émissions de titres au détriment du crédit (cf. graphique 2). Toutefois, cette tendance à la désintermédiation paraît en grande partie cyclique et ne saurait être extrapolée. Elle est portée aujourd'hui par les besoins de financement des grandes entreprises diversifiées à l'international qui se financent majoritairement sur les marchés (cf. infra) et qui bénéficient d'un environnement économique mondial bien plus porteur que celui des PME. Celles-ci restent ancrées sur leur marché domestique et leurs besoins de financement ont significativement baissé depuis la crise (ralentissement sensible de l'investissement et déstockage).

La contraction de l'endettement total en zone euro résulte du désendettement des sociétés non financières des GIIPS depuis fin 2011 qui n'a pas été compensée par les contributions positives française et dans une moindre mesure, allemande (cf. graphique 3). Du fait de la prépondérance des financements bancaires, les évolutions et les contributions par pays de l'endettement bancaire sont

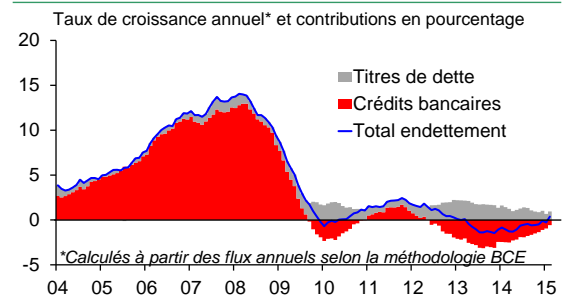
Part des crédits bancaires* des SNF dans leur endettement total en Zone euro



Graphique 1 Source : BCE

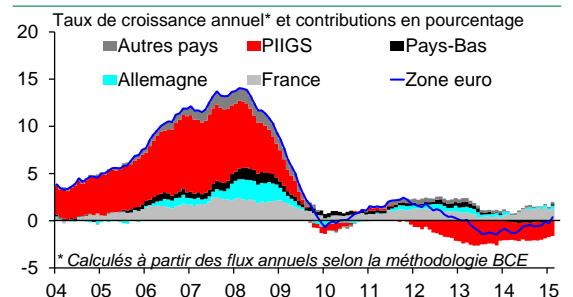
(*) Les statistiques BCE incluent l'ensemble des crédits aux SNF de la zone euro et par conséquent, les faibles montants de prêts aux non nationaux de l'UEM. En outre, ces données englobent la seule partie des prêts titrisés qui demeure à l'actif des IFM en vertu des normes comptables en vigueur (IAS 39 et mise à jour de l'IFRS 9) soit une proportion très modeste de l'encours titrisé. Pour simplifier, on peut considérer que les séries BCE sont « hors titrisation ». Il en résulte un léger écart en niveau mais pas en tendance de ce ratio et notamment pour la France qui calculé avec les statistiques de la Banque de France s'établit à 61,2% à février 2015 contre 62,5% à partir des statistiques BCE.

Contributions par instrument à la croissance de l'endettement total en Zone euro



Graphique 2 Source : BCE

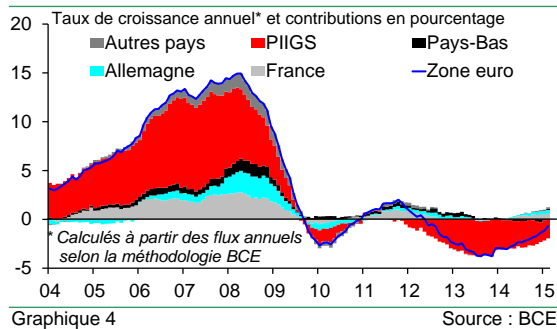
Contributions par zone géographique à la croissance de l'endettement total en Zone euro



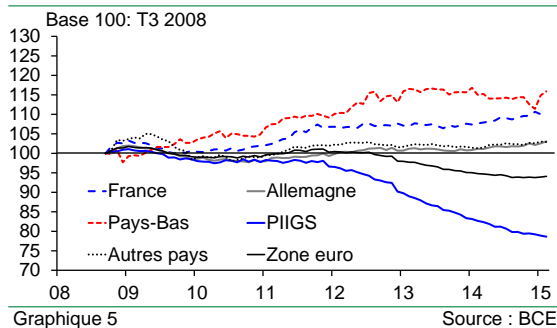
Graphique 3 Source : BCE

très proches de celles de l'endettement total (cf. graphique 4). Tandis que l'encours de crédit a reculé sensiblement dans les GIIPS et s'est stabilisé en Allemagne depuis la crise, celui-ci a progressé en France et plus nettement aux Pays-Bas (cf. graphique 5). En revanche, les évolutions de l'endettement de marché en zone euro sont fortement corrélées aux tendances observées en France, où les sociétés non financières contribuent en moyenne pour près de la moitié à la croissance de l'encours de titres de dette de l'ensemble de la zone euro depuis 2011 (cf. graphique 6).

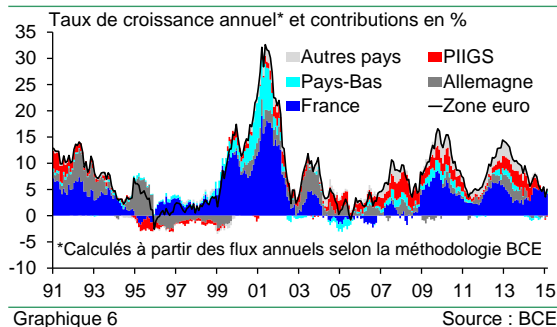
Contributions par zone géographique à la croissance de l'endettement bancaire en Zone euro



Prêts des IFM (hors Eurosystem) aux SNF de la Zone euro

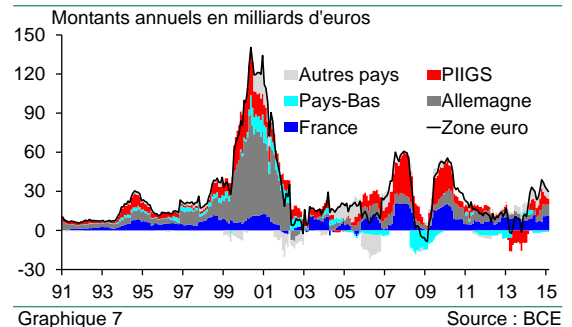


Contributions par zone géographique à la croissance de l'endettement via les marchés en Zone euro



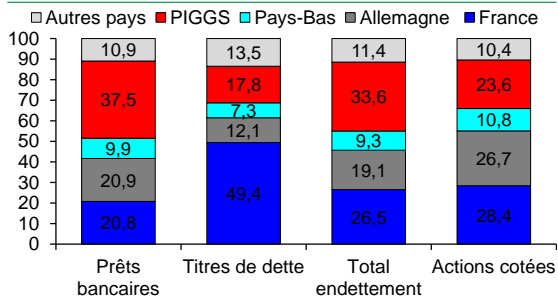
Outre le financement par endettement (bancaire ou par titres de dette), les sociétés non financières ont également la possibilité de faire appel aux fonds propres pour financer leurs projets d'investissement. Une assise solide en fonds propres constitue souvent un préalable pour accéder à des conditions avantageuses aux financements bancaires ou bien par les marchés. Les entreprises peuvent ainsi émettre des actions qui font l'objet d'une cotation sur un marché organisé et supervisé par une autorité de régulation (par exemple, l'Autorité des Marchés Financiers en France ou l'*European Securities and Markets Authority* dans l'UE). A l'instar des titres de dette, il apparaît que les émissions nettes d'actions cotées des sociétés françaises contribuent pour près de la moitié à celles de la zone euro depuis la crise (cf. graphique 7). Sans avoir retrouvé le dynamisme antérieur à l'éclatement de la bulle des nouvelles technologies de l'information et de la communication ou d'avant la crise financière, les émissions nettes de titres de capital ont renoué depuis fin 2013 avec une relative vigueur.

Emissions nettes d'actions cotées par zone géographique



La ventilation de l'endettement des sociétés de la zone euro par zone géographique (cf. graphique 8, page 6) met en évidence la prépondérance du poids des sociétés non financières françaises (26% dans le total) et d'Europe du sud (34%). Par instrument, les premières se singularisent par l'importance de leur dette de marché dans le total de la zone euro (49%) tandis que les secondes, par celle de leur dette bancaire (37%). Enfin, s'agissant de leur part dans l'encours d'actions cotées, les sociétés non financières françaises (28%) se hissent en tête juste devant les allemandes (27%) et plus nettement devant celles des GIIPS (24%). Au final, les entreprises françaises sont celles qui recourent le plus intensément aux marchés de dette en zone euro (cf. infra).

Ventilation par pays et par instrument selon le poids dans l'encours de la Zone euro à février 2015 en %



Graphique 8

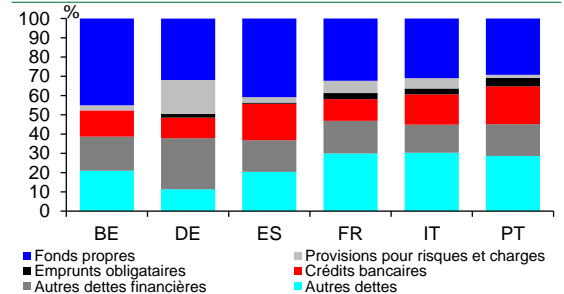
Source : BCE

Les financements de marché concernent en priorité les grandes entreprises

L'analyse du passif des sociétés non financières à partir de statistiques d'entreprise (base BACH de la Banque de France) met en exergue des disparités par taille d'entreprise et par pays quant à la structure du bilan (cf. graphique 9). Avec des fonds propres totalisant respectivement 45% et 41% du total du passif, les entreprises belges et espagnoles sont les plus fortement capitalisées devant les sociétés allemandes et françaises (32%), italiennes (31%) ou portugaises (29%). La crise a contribué à renforcer la dispersion entre pays mais également au sein des entreprises d'un même pays, notamment pour les petites entreprises (i.e. creusement des pertes) (Banque de France [2012]). Des dispositifs comptables ou fiscaux ont permis, à plus ou moins grande échelle, de renforcer les capitaux propres des entreprises dans certains pays. Par exemple, le cadre légal a donné la possibilité aux entreprises en Italie de réévaluer leurs biens immobiliers (terrains et constructions). En Belgique, des dispositions fiscales (loi du 22 juin 2005 sur les intérêts notionnels) ont pour objectif de réduire le taux effectif de l'impôt sur les sociétés afin de consolider les fonds propres des PME. Dans le sillage de la crise, la taille de bilan et l'endettement se sont également réduits (i.e. *deleveraging*), ce qui a contribué à accroître « mécaniquement » le poids des capitaux propres en proportion du passif.

Les données d'entreprises à l'instar des statistiques monétaires de la BCE (cf. supra) mettent en exergue l'importance des crédits bancaires et des dettes financières diverses (principalement sous forme de prêts intra-groupe) comme principal vecteur

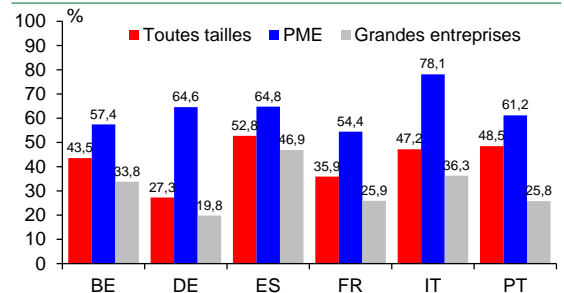
Structure du passif agrégé des entreprises en 2012 (hors holdings et sièges sociaux)



Graphique 9

Source : Banque de France - BACH Database

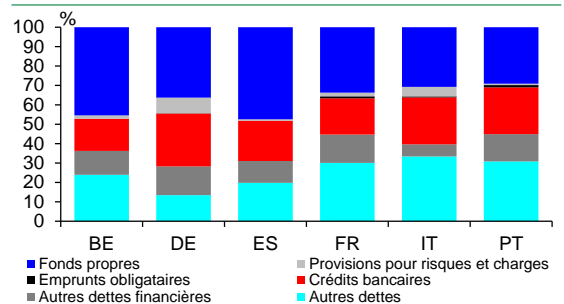
Poids de la dette bancaire dans l'endettement selon la taille en 2012 (hors holdings et sièges sociaux)



Graphique 10

Source : Banque de France - BACH Database

Structure du passif agrégé des PME en 2012 (CA<50 mns d'€-hors holdings et sièges sociaux)



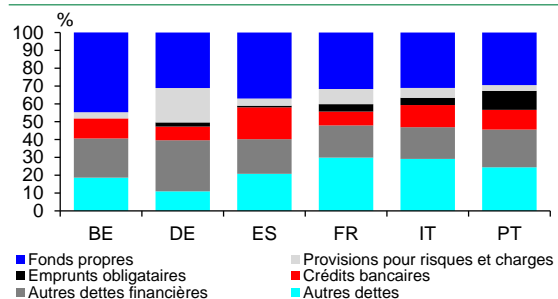
Graphique 11

Source : Banque de France - BACH Database

d'endettement des sociétés non financières en zone euro (cf. graphique 10). Les PME ne recourent que très modestement à l'endettement obligataire en « direct » – soit hors financements obtenus auprès de la holding financière, tête de groupe, qui a pu lever des fonds préalablement sur les marchés financiers – (cf. graphique 11). En revanche, les grandes entreprises se tournent plus naturellement vers les marchés dans certains pays de la zone euro

(cf. graphique 12). La part de l'endettement obligataire totalise ainsi 11% du total de bilan au Portugal et 4% en France ou en Italie mais à peine 2% en Allemagne et 1% en Espagne. Toutefois, ces chiffres agrégés – établis sur la base de bilans sociaux – sous-estiment la réalité économique. Il n'est pas possible de les redresser en comptabilisant pour les entreprises adossées à un groupe, les fonds levés indirectement sur les marchés par leur holding financière et qui leur sont réalloués ensuite, sous forme de prêts intra-groupe. En effet, la holding ou la tête de groupe détentrice des filiales peut lever des fonds par endettement bancaire ou sur les marchés et les réallouer à ses filiales sous forme d'avances et prêts intra-groupe. Ces comptes agrégés d'entreprises intègrent donc les flux intra-groupes (soit des doubles comptes). Ceux-ci conduisent de fait à diluer la part de l'endettement obligataire dans le total car i) le total de bilan est artificiellement gonflé (double comptes) et ii) une partie des fonds levés sur les marchés en direct par la holding ou la tête de groupe est comptabilisée (et à l'instar du crédit bancaire) dans le poste « avances et prêts intra-groupe »².

Structure du passif agrégé des grandes entreprises en 2012 (CA > 50 mns d'€-hors holdings et sièges sociaux)

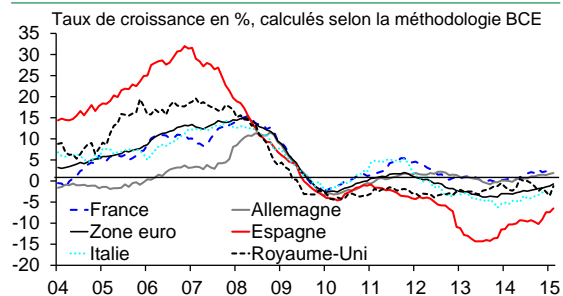


Graphique 12 Source : Banque de France - BACH Database

Outre les fonds propres et les dettes financières, les dettes fournisseurs constituent à un autre mode de financement. Leur part, en pourcentage du total du passif, est relativement élevée en France (30%), en Italie (30%) et au Portugal (29%) mais plus modeste en Belgique (21%) et en Espagne (20%). Leur importance relative pour les sociétés non financières françaises, italiennes et portugaises reflète des délais de paiement relativement longs vis-à-vis de leurs fournisseurs. La part des dettes fournisseurs est en revanche bien plus faible en

Allemagne (11%) et la moins élevée des pays de la zone euro, en raison notamment de délais de paiement parmi les plus courts de l'Eurozone.

Crédits bancaires aux sociétés non financières en Europe

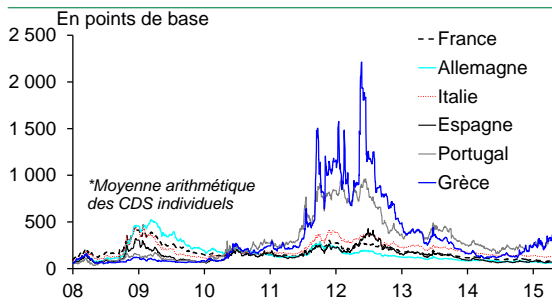


Graphique 13 Sources : BCE, Banque de France et BoE

Selon l'INSEE [2014], la crise financière s'est accompagnée de l'allongement des délais de paiement en France. Malgré la mise en place de la Loi de Modernisation de l'Économie (LME) en 2008 qui a harmonisé les pratiques des entreprises françaises, un tiers des entreprises règlent encore leurs dettes vis-à-vis de leurs fournisseurs, ou sont elles-mêmes payées, au-delà de 60 jours. Conformément à la loi LME et depuis le 1^{er} janvier 2009, le délai entre les parties pour honorer les engagements financiers ne devrait pas toutefois dépasser 45 jours fin de mois, soit 60 jours calendaires à compter de la date où la facture est établie. Si l'allongement du délai de paiement des fournisseurs constitue une ressource non coûteuse pour l'entreprise, il peut impliquer des tensions sur la trésorerie des créanciers, notamment ceux des petites entités. En France, l'INSEE [2014] estime que le motif principal des faillites post-crise résulte, en raison de l'intensité des engagements financiers réciproques, dans l'allongement des délais de paiement et non dans le rationnement du crédit³. En zone euro, la contraction des encours de crédit depuis la crise⁴ (cf. graphique 13) tient, comme le mentionnent le rapport annuel 2013/2014 sur les PME du Parlement Européen ou les enquêtes qualitatives de la BCE sur la distribution de crédit bancaire (*Bank Lending Survey*) et l'accès au financement des sociétés (*Survey on the Access to Finance of Enterprises* ou SAFE⁵), essentiellement à l'atonie de la demande, et peu à des facteurs d'offre. La modération de la demande de prêts pour les grandes entreprises résulte principalement de l'arbitrage en faveur de

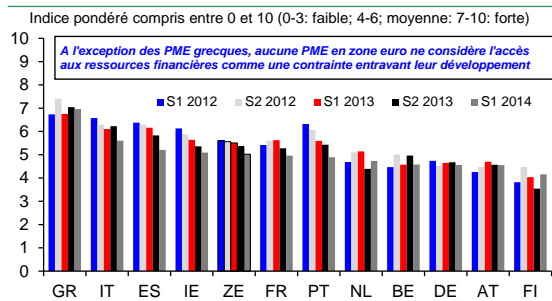
financements de marché (cf. infra). Le rebond de la demande de crédit des PME/ETI est encourageant même s'il demeure timide. À l'exception des PME grecques fortement pénalisées par le net élargissement du *spread* souverain durant la crise des dettes publiques (cf. graphique 14), l'accès aux ressources financières selon l'enquête SAFE n'est pas perçu par un grand nombre de PME de la zone euro comme étant une contrainte forte sur leur croissance (cf. graphique 15). L'accès au financement s'est à l'inverse plutôt assoupli depuis le S1 2012, non seulement pour les entreprises des pays touchés plus violemment par la crise (GIIPS) mais aussi en France.

Credit Default Swap à 5 ans des sociétés non financières*



Graphique 14 Source : Thomson Reuters, calculs BNP Paribas

Perception des PME quant au degré de contrainte qui s'exerce pour leur accès aux ressources financières



Graphique 15 Source : BCE - Enquête SAFE

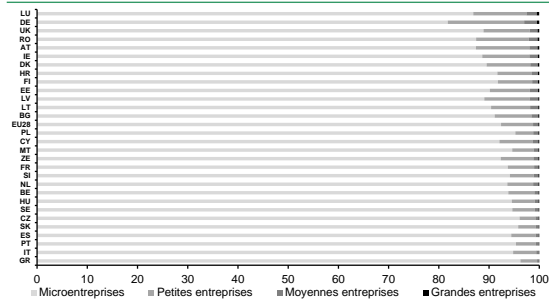
Enfin, le dernier poste du passif concerne les provisions pour risques et charges. Comme l'indique la Banque de France [2012], celles-ci, bien qu'en diminution depuis 2000 (-4,4 points)⁶, constituent une part structurellement plus importante du passif des sociétés non financières (et surtout des grandes entreprises) en Allemagne que dans d'autres pays de la zone euro. En 2012, elles totalisaient en

Allemagne 18% du total de bilan contre à peine 2% au Portugal, 3% en Belgique et en Espagne, 5% en Italie et 6% en France. En effet, les règles comptables rendent obligatoires l'enregistrement de provisions outre-Rhin au titre des engagements sociaux pour les retraites alors qu'il ne s'agit que d'un usage au demeurant peu usité, en France. Les retraites d'entreprise sont ainsi importantes outre-Rhin, particulièrement pour les grandes entreprises (car les PME privilégient les *Pensionkassen* externes). En outre, les règles allemandes prévoient la constitution de provisions à titre de précaution pour couvrir les pertes attendues alors que la réglementation française encadre de façon restrictive les provisions (et une charge seulement éventuelle ou conditionnelle constitue un passif éventuel, en annexe hors bilan).

Les PME restent en revanche fortement contraintes quant à leur accès aux marchés obligataires et actions

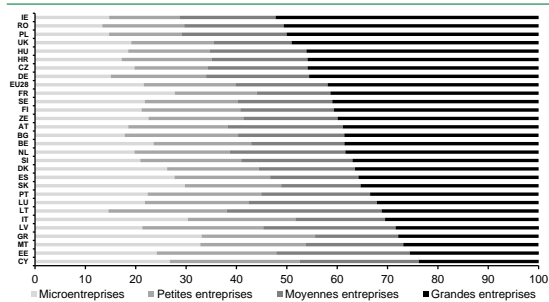
Dans un grand nombre de pays européens, le tissu économique est constitué quasi-majoritairement de PME. Selon les chiffres issus du dernier rapport de la Commission Européenne 2013/2014 sur les PME, celles-ci représentaient à fin 2013, 99,8% du nombre total des entreprises de la zone euro (dont 92,3% de microentreprises, 6,5% de petites entreprises et 1,0% de taille moyenne⁷). Le poids économique des PME est également prépondérant puisqu'elles génèrent 60,1% de la valeur ajoutée zone euro (dont 22,5% pour les microentreprises, 18,8% pour les petites entreprises et 18,7% pour les structures de taille moyenne) et 69,0% du total de l'emploi salarié (dont 31,0% pour les microentreprises, 21,3% pour les petites entités et 16,7% pour les sociétés de taille moyenne). Si en nombre d'entreprises, la répartition par taille d'un pays à un autre est relativement homogène (cf. graphique 16, page 9), des écarts plus importants existent quant à la distribution de la valeur ajoutée (cf. graphique 17, page 9) ou de l'emploi salarié (cf. graphique 18, page 9). En nombre d'entreprises, quatre grands pays concentrent ainsi 72% des PME dans la zone euro : l'Allemagne, l'Espagne, la France et l'Italie. Ces quatre grands pays regroupent également l'essentiel de la valeur ajoutée et de l'emploi salarié de la zone euro en représentant, respectivement, 76,1% et 74,6% du total.

Répartition en % du nombre d'entreprises selon la taille dans l'UE28 à fin 2013



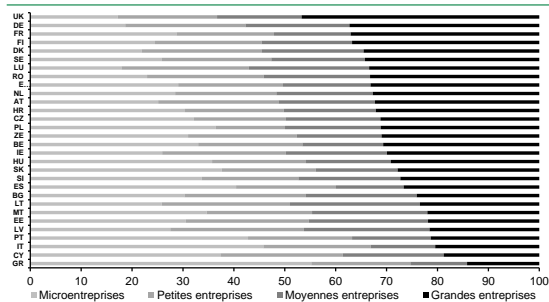
Graphique 16 Source : CE-Rapport SMEs 2013/2014

Répartition en % de la valeur ajoutée selon la taille dans l'UE28 à fin 2013



Graphique 17 Source : CE-Rapport SMEs 2013/2014

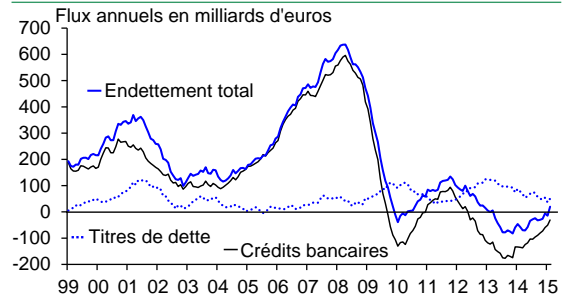
Répartition en % de l'emploi salarié selon la taille dans l'UE28 à fin 2013



Graphique 18 Source : CE-Rapport SMEs 2013/2014

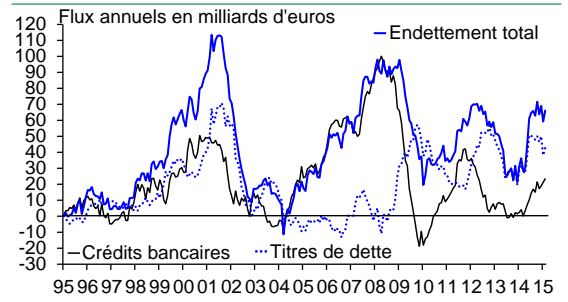
Étant données les caractéristiques de la structure du tissu productif en Europe, la substitution entre crédits bancaires d'une part et titres de dette d'autre part, est relativement imparfaite (cf. graphique 19), en France (cf. graphique 20) et en Allemagne (cf. graphique 21). Dans les GIIPS (cf. graphique 22, page 10), l'évolution du flux annuel d'endettement total résulte toutefois principalement de celle du crédit bancaire. Ainsi, un tassement du crédit

Emissions de titres versus crédits bancaires en Zone euro



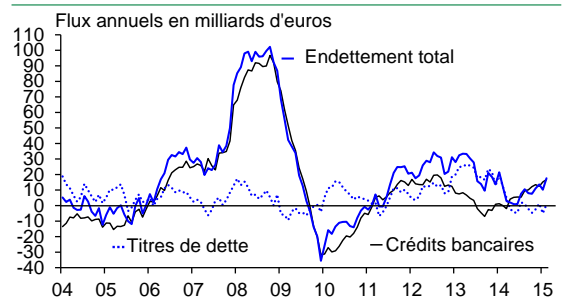
Graphique 19 Source : BCE

Emissions de titres versus crédits bancaires en France



Graphique 20 Source : BCE

Emissions de titres versus crédits bancaires en Allemagne

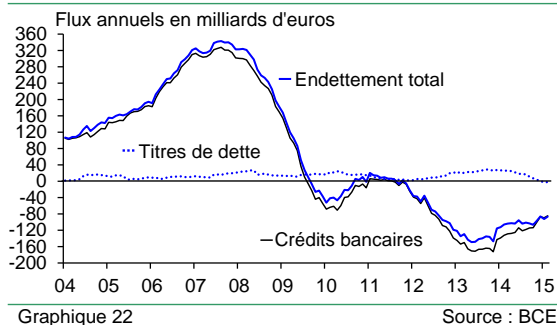


Graphique 21 Source : BCE

bancaire s'accompagne d'une contraction du volume global de financement car les financements de marché ne prennent que partiellement le relais des prêts bancaires. Cette assertion est généralement d'autant plus vraie pour les pays où le poids économique des micros et petites entreprises est important (principalement, pays d'Europe du Sud) car leur financement repose quasi-exclusivement sur le crédit (et sans commune mesure, avec leurs

concoeurs de taille moyenne). Avec des entreprises de moyenne et grande taille qui concentrent plus de la moitié de l'emploi salarié (contre un peu plus du tiers dans les GIIPS), la France se singularise quelque peu de ses homologues de la zone euro. Le poids économique relativement plus élevé en France qu'en zone euro des entreprises moyennes et grandes expliquerait non seulement le dynamisme actuel des émissions de titres sur les marchés financiers, mais également la part plus modérée de l'encours de crédits dans l'endettement total des sociétés françaises (cf. supra).

Emissions de titres *versus* crédits bancaires dans les PIIGS



Les PME/ETI européennes mobilisent peu les financements de marché. En France, sur une population totale d'environ 140 000 entreprises (hors microentreprises), seule une minorité est cotée (0,4%) malgré un net rebond en 2013 des introductions en bourse (environ 1,2 milliard d'euros sur Euronext⁸ au niveau européen). Toutefois, les volumes ont été portés par les cotations de «grandes» ETI. Les obstacles à l'accès aux marchés financiers des entreprises de petite taille sont multiples. Nous recensons ci-dessous les principaux.

Premièrement, les financements par les marchés sont réservés aux plus grandes entités car d'une part, ceux-ci s'accompagnent d'un coût pour les émetteurs et d'autre part, les investisseurs peuvent s'avérer réticents à endosser un risque difficilement quantifiable. Les financements de marché ne sont donc pas aujourd'hui adaptés aux PME/ETI, généralement en dehors du champ des agences de notation et où seul un nombre limité de « grandes » ETI répondent à ces critères d'éligibilité. Certes, un grand nombre de PME en Europe bénéficient d'une cotation⁹ (fondée sur des modèles purement

statistiques et mobilisant des données financières). Mais, très peu d'entre-elles se voient attribuer pour le moment une notation (fondée sur un jugement qualitatif au-delà de modèles statistiques) qui émane d'une agence enregistrée et agréée auprès de l'ESMA. En effet, la plupart des entreprises de taille moyenne ne trouvent pas dans la notation – qui représente pour elles un coût substantiel – de valeur ajoutée par rapport à la cotation.

Deuxièmement, les asymétries d'information entre prêteurs et emprunteurs peuvent être de nature à décourager certains investisseurs. Ce problème d'anti-sélection (*adverse selection*), selon la terminologie des économistes, rend périlleuse l'appréciation du risque et des taux de défaut potentiels pour les investisseurs en raison de leurs difficultés d'accès à une information publique. A cet égard, la création d'une base de données sur les PME/ETI (*SME Database*) qui collecterait et diffuserait des informations financières standardisées à l'échelon européen (comptes audités, défauts et/ou retards de paiement, existence de garanties, etc.) contribuerait à réduire sensiblement le biais informationnel entre prêteurs et emprunteurs. La constitution de cette base de données centralisée au sein de l'UE rendrait également possible la mise en place de standards européens pour évaluer la qualité du crédit des PME/ETI (Giovannini et Moran [2013]).

Troisièmement, les PME lèvent généralement des fonds pour des montants modérés (entre 5 et 15 millions d'euros). La faiblesse de ces montants peut également décourager certains investisseurs, notamment les institutionnels qui seraient confrontés à une gestion de lignes de crédits trop nombreuses (coût opérationnel et de contrôle, volumétrie des informations à recenser, démultiplication du nombre de correspondants, etc.). Le manque de profondeur et d'attractivité des marchés secondaires dédiés aux PME pèse aussi fortement sur leur liquidité qui est pourtant un prérequis aux yeux des investisseurs pour la détention et l'échange de titres et plus généralement pour procéder à des arbitrages et/ou des réallocations de portefeuilles.

Enfin, certaines entreprises privilégieraient volontairement le crédit bancaire au détriment du financement obligataire, notamment lors d'opérations de fusions-acquisitions. En effet, la levée de fonds par titres les oblige à dévoiler des informations¹⁰ qu'elles souhaitent ne pas rendre publiques pour éviter que des données sensibles ne tombent entre

les mains de concurrents. Lorsqu'il s'agit de sociétés familiales, les actionnaires peuvent être également réticents à ouvrir le capital de leur entreprise au-delà d'un certain seuil (51% du capital) qui leur en ferait perdre le contrôle. Dans certains cas, le choix d'un financement par crédit bancaire résulte ainsi de décisions stratégiques et délibérées y compris pour les grandes entreprises. Toutefois, pour se doter de la flexibilité nécessaire et faciliter la concrétisation de projets à long terme, les sociétés désirent parfois diversifier leurs sources de financement.

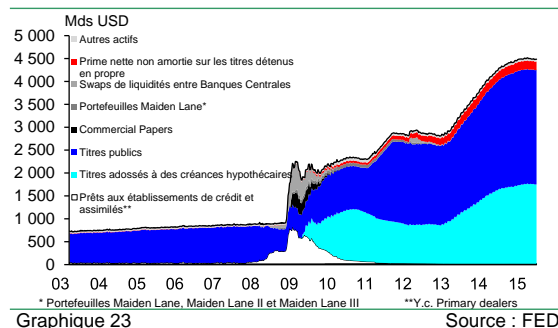
Quels leviers pour soutenir le financement des PME/ETI en zone euro?

Les mesures de politique monétaire conventionnelles et non conventionnelles de la BCE ont amélioré sensiblement les conditions de financement des entreprises. Parallèlement, de nombreuses réflexions se sont faites jour pour faciliter aux entreprises de taille plus modeste leur accès aux financements de marché qui, loin de se substituer totalement au crédit bancaire, viendraient plutôt en complément. Dans leur sillage, des politiques volontaristes ont été déployées par les pouvoirs publics à l'échelon national et européen. Ces initiatives visent à accompagner les PME, par un soutien direct ou indirect, en facilitant leur financement par crédit bancaire et en fluidifiant également leur accès aux marchés.

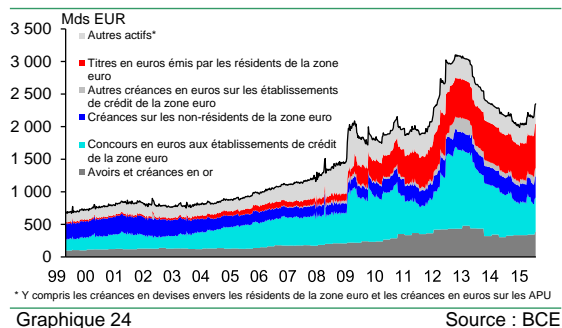
Politique monétaire de la BCE : ouvrir les vannes du crédit à destination principalement des PME/ETI

La crise financière de 2008 en Europe et les soubresauts sur les dettes souveraines de 2011 ont amené la BCE à déployer des mesures de politique monétaire fortement accommodantes. Le mode d'intervention des autorités monétaires a été sensiblement différent outre-Atlantique et en zone euro même si dans les deux cas, l'objectif final a consisté en une détente des coûts de financements pour les agents privés non financiers. Aux États-Unis, les autorités monétaires sont intervenues en rachetant massivement des titres de dette (titres publics, *Mortgage-Backed Securities* et dans une moindre mesure, *Commercial Papers*), en reprenant des actifs douteux¹¹ ou en octroyant des garanties

Actif consolidé de la Réserve Fédérale



Actif consolidé de la BCE



(cf. graphique 23). En zone euro, la BCE a surtout procédé à des injections de liquidités (MRO, LTRO et depuis le troisième trimestre 2014, TLTRO) dans le système bancaire (cf. graphique 24). Ces choix en matière de mise en œuvre de la politique monétaire sont cohérents avec les modalités de financement dominantes des agents non financiers : alors qu'aux États-Unis, le financement repose principalement sur les marchés, celui-ci est fortement intermédié en zone euro (cf. supra). Dès lors, l'intervention la plus efficace aux États-Unis a consisté à intervenir directement sur les marchés financiers (i.e. baisse des rendements obligataires via un effet de demande) alors qu'à l'inverse en zone euro, il est apparu bien plus adapté d'agir d'emblée sur les conditions de l'offre de crédit en abaissant le taux du marché monétaire et en améliorant les conditions de refinancement des banques. En d'autres termes, le degré d'intermédiation bancaire d'une zone détermine les orientations de la Banque Centrale quant au déploiement opérationnel de sa politique monétaire.

A la différence de la Fed et de la Banque d'Angleterre (BoE), la BCE avait laissé son bilan se contracter depuis mi-2012. Dans le cadre de sa conférence de presse du 4 septembre 2014, la BCE par l'intermédiaire de son Président, Mario Draghi, a réaffirmé sa volonté d'afficher un total de bilan qui retrouve le niveau atteint début 2012 (-675 milliards d'euros entre janvier 2012 et septembre 2014)¹². Dans la mesure où le taux refi a déjà quasiment atteint son plancher (0,05% depuis le 10 septembre 2014), la BCE table donc désormais sur l'accroissement de son bilan pour relancer le crédit bancaire au secteur privé non financier en zone euro. Pour juguler les risques déflationnistes (conformément à son mandat¹³) et faciliter le crédit aux entreprises, la BCE a déployé depuis mi-2014 un large éventail de mesures non conventionnelles.

Rachats d'obligations sécurisées et financements BCE de moyen terme à moindre coût (TLTRO)

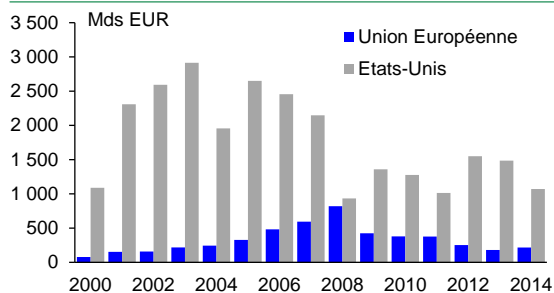
La BCE rachète d'ores et déjà depuis mi-octobre 2014 des obligations sécurisées pour soutenir le financement des entreprises (*Covered Bonds*) – instruments de dette émis par les établissements de crédit et adossés à des créances immobilières et/ou commerciales – à hauteur de 3 milliards d'euros par semaine (De Lucia [2014]).

En outre, les banques bénéficient d'un financement BCE de moyen terme à moindre coût depuis l'automne dernier au travers des *Targeted Longer-Term Refinancing Operations* (ou selon l'acronyme, TLTRO¹⁴). En poursuivant l'objectif d'abaisser le coût de refinancement des banques auprès de la Banque Centrale, ce dispositif a pour vocation de soutenir l'offre de crédit et *in fine* le financement à destination des sociétés non financières. Les deux premières opérations non conditionnelles se sont établies à des montants bien en-deçà des attentes (à peine plus de la moitié de l'enveloppe globale initiale de 398 milliards d'euros) car les banques ont pu probablement arbitrer avec des financements à moyen terme à une semaine (MRO) et à plus long terme à trois mois (LTRO), aux coûts inférieurs de dix points de base à celui des TLTRO. En revanche, la troisième tranche conditionnelle de mars 2015 a rencontré un franc succès surpassant les attentes des analystes (97,8 milliards contre environ 40 milliards pour le consensus) du fait principalement de l'appétit en liquidités des banques d'Europe du Sud pour couvrir les remboursements des deux premières LTRO « exceptionnelles » à trois ans de décembre 2011 et février 2012.

Les rachats d'ABS par la BCE : encourager la titrisation en zone euro

Consciente du caractère contraignant du nouveau cadre réglementaire bâlois pour les établissements de crédit et de son incidence potentielle sur l'offre de prêts, la BCE a manifesté son souhait de relancer parallèlement le marché de la titrisation. Celui-ci contribue selon elle au bon « fonctionnement de l'économie en rendant des actifs non liquides, tels que les crédits bancaires ou les créances commerciales, négociables sur un marché » (Birouk et Darves [2013]). Déconsolider les prêts de leur bilan permettrait aux banques de répondre à la demande de financement des TPE et PME sans dégrader leurs ratios réglementaires¹⁵. Les rachats d'ABS par la BCE depuis fin novembre 2014 (*Asset-Backed Securities Purchase Program*) visent à dynamiser le marché encore étroit et peu liquide de la titrisation et pour laquelle la crise avait marqué un coup d'arrêt (cf. graphique 25). Le montant des acquisitions hebdomadaires – de l'ordre de 0,3 milliard par semaine – demeure très tenu pour le moment en raison du faible volume d'ABS émis par le passé et de l'absence de profondeur du marché (De Lucia [2014]). Le BCE en se posant comme un important acquéreur sur ce marché pourrait inciter, à moyen ou plus long terme, les organismes de titrisation à renforcer le volume de leurs émissions d'ABS. Les analystes s'attendent à une montée en puissance de ce programme en 2015 (selon le consensus, rachats par la BCE estimés respectivement, de 35 à 45 milliards et de 15 à 25 milliards sur les marchés primaire et secondaire).

Emissions d'actifs titrisés aux Etats-Unis et dans l'Union européenne



Graphique 25

Source : AFME/ESF data report Q4 2014

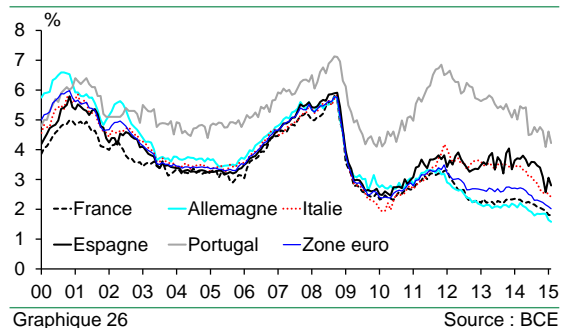
Les efforts pour redynamiser le marché de la titrisation de prêts aux PME ont remporté de nombreux suffrages dont ceux de l'Eurosystème, mais ceux-ci ne sont pas exempts de difficultés opérationnelles¹⁶. Comme le recommande le Conseil d'Analyse Économique (CAE) en France, une voie alternative pour libérer des ressources à destination des PME/ETI consisterait à titriser prioritairement les prêts immobiliers aux particuliers (*Residential Mortgage-Backed Security* ou RMBS). Étant donnée leur part dans le portefeuille de crédits des agents non financiers privés en zone euro (plus de 40% du total), une enveloppe substantielle pourrait être ainsi réaffectée dans un second temps aux entreprises de taille plus modeste et, même si les volumes effectivement réalloués aux sociétés seraient moindres (car le segment «entreprises» est plus consommateur en fonds propres bancaires). La titrisation de prêts immobiliers se heurterait aujourd'hui à la faiblesse des taux clientèle sur les crédits à l'habitat qui tend à peser sur la capacité des banques à rendre attrayantes de telles opérations. La mise en place de garanties publiques explicites sur le segment des prêts immobiliers contribuerait à rendre de nouveau attractive leur titrisation – en minorant significativement leur coût et en renforçant la confiance des investisseurs –, ce qui serait de nature à dégager *in fine* des ressources bancaires additionnelles pour les PME/ETI.

Réglementairement, la titrisation des crédits aux PME (et conformément à la CRDIV-CRR¹⁷) demeure généralement plus pénalisante en fonds propres pour les banques que la détention en bilan des prêts sous-jacents. Sous l'impulsion conjointe de la BCE et de la BoE, la Commission Européenne avait néanmoins déjà assoupli sa position en octobre 2014 en rendant les ABS adossés à des prêts PME selon des critères stricts, éligibles au numérateur du *Liquidity Coverage Ratio* (compartiment 2B des *High Quality Liquid Assets*), moyennant une décote de 35%. Suite aux travaux des régulateurs (Comité de Bâle, Iosco¹⁸, BCE et BoE), l'Autorité Bancaire Européenne (EBA) et la Commission ont plaidé fin 2014 pour le déploiement de titrisations « simples, standardisées et transparentes » (SST), reposant sur une certification des opérations de haute qualité. Ces titrisations SST devraient être moins pénalisantes en fonds propres bancaires. Ce traitement réglementaire spécifique favoriserait les titrisations de haute qualité en faisant un outil efficace de financement des PME/ETI.

L'assouplissement quantitatif devrait également bénéficier aux entreprises

Le dernier volet des mesures non conventionnelles de la BCE réside dans le déploiement depuis le 22 janvier 2015 d'un assouplissement quantitatif (*Quantitative Easing*). Les entreprises en bénéficient indirectement. En rachetant massivement des dettes publiques (60 milliards d'euros par mois jusqu'à fin septembre 2016 soit au total, plus de 1100 milliards d'euros), cette politique conduit également les investisseurs en quête de rendement à arbitrer leurs positions en faveur de dettes *corporate* plus risquées, ce qui devrait entraîner *via* un effet d'offre de capitaux à investir, une détente sensible des coûts de financement sur les marchés de dette et d'actions.

Taux des prêts des nouveaux crédits aux Sociétés Non Financières



Au final, la BCE a agi massivement depuis la crise financière. Il en est déjà résulté dans les pays de la zone euro une baisse du taux des prêts aux sociétés, ceux-ci ayant atteint un plancher historiquement bas (cf. graphique 26). Les taux des nouveaux crédits aux entreprises des pays d'Europe du Sud restent néanmoins plus élevés que ceux de leurs homologues allemands et français. S'il est encore trop tôt pour apprécier l'efficacité des mesures non conventionnelles, ce volontarisme monétaire devrait néanmoins contribuer à atténuer les effets liés au durcissement de la réglementation bancaire (i.e. nouveaux ratios bâlois de liquidité à court terme, *Liquidity Coverage Ratio*, de liquidité à long terme, *Net Stable Funding Ratio* et de levier, et introduction d'un nouveau matelas de sécurité, *Total Loss-Absorbing Capacity*, conformément à la proposition du *Financial Stability Board*). Il renforcera ainsi la capacité des

établissements bancaires pour accompagner le raffermissement de la demande de crédit des sociétés non financières et répondre à la hauteur de leurs besoins de financement au moment de l'embellie économique. Les politiques publiques visant à renforcer les financements de marché des PME/ETI s'inscrivent également dans cette perspective. Il s'agit de permettre aux PME/ETI de diversifier leurs sources de financement en mobilisant plus aisément la finance directe en complément des prêts bancaires.

Les initiatives en zone euro pour renforcer l'accès des PME/ETI aux marchés financiers

Au-delà de l'accès au crédit bancaire, fluidifier l'accès aux marchés de capitaux des PME/ETI leur permettrait d'accroître *in fine* leur volume global de financement. De nombreuses pistes de réflexion ont ainsi été explorées pour relâcher les différentes contraintes qui pèsent sur le financement direct des PME/ETI et pour accroître l'efficacité des marchés financiers.

Les placements privés

La première d'entre-elles consisterait à promouvoir les placements privés. Ceux-ci résident en une levée de fonds, généralement d'entreprises non cotées, par la vente de titres à un nombre limité d'investisseurs expérimentés (banques, sociétés d'investissement, compagnies d'assurance et fonds de pension) et pour des montants plus élevés que des émissions obligataires classiques. Les transactions ne sont pas soumises à un nombre significatif d'obligations qui doivent être respectées dans le cas d'une offre publique (par exemple, diffusion de données financières). Dans certains pays (Allemagne et Italie), ces opérations bénéficient d'un cadre fiscal qui les rend plus attractives pour les investisseurs. Entre janvier 2012 et décembre 2014, les PME auraient emprunté par le biais d'*Euro PP* à peine 10 milliards d'euros en France sous forme de placements privés (contre 33 milliards en Allemagne *via* les *Schuldscheine*), ce qui semble encore faible en comparaison du montant cumulé sur trois ans pour la production nouvelle de crédits (205 milliards).

Si les produits partagent la même finalité, des spécificités juridiques et des pratiques nationales y sont néanmoins attachées (par exemple,

documentation standardisée pour les *Schuldscheine* mais pas pour les *Euro PP* en France, qualification juridique de la dette considérée comme un titre financier en France mais plutôt comme un prêt bilatéral classique en Allemagne, nature et forme des garanties, etc.). Du fait du développement récent de ce mode de financement, les montants en présence restent encore modestes et comparativement bien plus faibles que ceux pour les prêts bancaires (moins de 2% de l'encours de crédit).

Loin de se substituer au crédit bancaire, les placements privés auraient toutefois vocation à prospérer car : i) les PME/ETI trouveraient par ce biais des financements complémentaires ; ii) dans un contexte de taux bas, les investisseurs obtiendraient des rendements plus élevés et iii) les banques contraintes sur leur bilan (i.e. Bâle 3) verraient dans leur participation aux opérations de placements des sources de revenus additionnels (i.e. commissions facturées sur les transactions).

Le financement participatif (ou crowdfunding)

Le financement participatif ¹⁹ constituerait un second levier pour accompagner les PME dans la mobilisation de financements alternatifs. Celui-ci a été rendu possible grâce à l'internet et aux réseaux sociaux en facilitant la rencontre d'émetteurs de titres et d'investisseurs. En général, ce type de financement donne la possibilité aux TPE/PME d'obtenir des financements pour des projets risqués qui ne pourraient pas être concrétisés sinon. Chaque dossier sélectionné est soumis au vote de la communauté des *crowdfunders*.

Le segment du financement participatif se caractérise néanmoins par sa faible liquidité (car les fonds sont en général immobilisés pendant au moins cinq ans) et un risque élevé (car il est difficile d'apprécier les *cash-flows* et d'identifier les facteurs clefs de succès à court et moyen terme) : sur 10 sociétés financées, seul un tiers réussira avec un taux de rendement interne s'échelonnant de 7% à 12%. En France et à fin 2013, les montants des fonds collectés par le *crowdfunding* ont certes presque triplé sur un an mais ceux-ci restent faibles à 78,3 millions d'euros (contre 816,7 milliards de crédits au T4 2013) en pâtissant toujours de l'instabilité de la fiscalité et du risque consubstantiel à ce type de placement.

La mutualisation

La mutualisation serait un troisième vecteur de réponse pour faciliter l'accès au marché des PME/ETI. Son objectif est de permettre à un pool de PME/ETI, cotées ou non, d'atteindre une taille critique en matière de levée de fonds et de réaliser des émissions obligataires selon les conditions propres du profil de risque de l'émetteur (taux facial) pour des volumes modestes. Dans un premier temps, les titres émis font l'objet d'un placement « groupé » auprès d'investisseurs institutionnels qui, dans un second temps, les replacent auprès d'investisseurs « finaux » via des parts de fonds communs de titrisation (FCT)²⁰. L'intérêt pour les investisseurs réside dans des rendements plus dynamiques et une plus grande diversification de leurs risques.

Si cette initiative peut constituer un pas en avant pour fluidifier l'accès des PME/ETI aux marchés obligataires, leurs volumes d'émission demeureront sans doute modestes. En effet, la principale difficulté à laquelle se heurtent les PME/ETI tient au manque d'information publique. Or, ce mécanisme ne permet pas de réduire l'asymétrie d'information entre prêteurs et emprunteurs. Qu'ils s'agissent de placements privés ou d'émissions plus « classiques » (obligations *corporate*), la demande d'informations financières fiables reste forte car en son absence, l'investisseur ne peut pas, ou difficilement, situer le couple rendement/risque. À cet égard, les épargnants s'appuient principalement aujourd'hui sur l'expertise, en matière d'appréciation des risques, des banques et des gestionnaires de fonds qui jouent donc un rôle essentiel en matière d'allocation de l'épargne.

Les dispositifs fiscaux spécifiques

Enfin, les pays membres de l'Union Européenne ont encouragé la mise sur pied des dispositifs fiscaux spécifiques pour inciter les épargnants à investir dans le capital de PME innovantes. Les entreprises éligibles²¹ sont celles qui consacrent au moins 15% de leurs dépenses en recherche (innovation de produit, procédé ou technique). Ce mécanisme incitatif ouvre le droit en France à un amortissement fiscal sur cinq années pour les entreprises qui participent à toute souscription au capital de PME innovantes. Le *corporate venture* totalisait selon l'AFIC²² à fin 2013, 5% du financement de l'innovation en France (contre 16% aux États-Unis).

Le plan de soutien public français à l'innovation – effectif depuis le 1er juillet 2014 – a pour cible une augmentation de 30%, à 600 millions d'euros annuels, du financement en *corporate venture* des sociétés éligibles au dispositif. D'après les dernières données disponibles de la BCE (i.e. *Financial Integration Indicators*), le montant des financements en *venture capital* sur la période 2008-2012 en France (0,019% du PIB) est comparable à celui des fonds levés en zone euro (0,016%) ou en Allemagne (0,017%), bien devant celui en Espagne (0,006%) ou en Italie (0,002%) et derrière celui au Royaume-Uni (0,025%) et aux États-Unis (0,054%).

Dans l'hexagone, les pouvoirs publics ont également lancé un nouveau produit d'épargne, le PEA PME²³, par le décret d'application de mars 2014. Selon l'Observatoire du PEA PME, la collecte nette de fonds éligibles à ce dispositif depuis sa mise en place, bien en deçà des attentes initiales, s'élevait à 210 millions d'euros à fin décembre 2014 (et à 241 millions à fin avril 2015), ce qui place ces montants loin derrière les flux nets de cotisations d'assurance-vie via des unités de compte (7,9 milliards d'euros en 2014). A son lancement, le consensus d'analystes tablait toutefois sur un surcroît de ressources nouvelles compris entre 1,5 et 6 milliards d'euros à un horizon de deux à trois ans. Selon les initiateurs de ce projet, la plus grande liquidité des actions et leur meilleure valorisation ouvriraient des perspectives pour lever des capitaux à moindre coût. Le succès du PEA PME dépendra de sa distribution. En outre, seules les entreprises cotées pourront en bénéficier et le PEA PME ne comblera pas ainsi le besoin en fonds propres des PME non cotés estimé à fin 2013 selon l'AFIC à 11 milliards d'euros par an.

La création d'un marché unique de capitaux

Pour renforcer l'attractivité d'un financement par titres et conforter une allocation plus efficiente de l'épargne, l'intégration Européenne des marchés de capitaux, jusqu'à présent relativement fragmentés sur le segment des PME/ETI, est apparue essentielle. Le projet de la Commission Européenne de création d'un marché unique de capitaux dans l'UE (i.e. *Capital Market Union* ou CMU) poursuit ainsi un triple objectif : i) compléter le financement bancaire par celui obtenu sur des marchés de capitaux développés et liquides; ii) lever les inefficiences du marché financier européen et drainer à plus large

échelle des capitaux vers la sphère réelle en offrant un éventail plus étendu de placements aux épargnants et de financements à moindre coût aux sociétés; et iii) permettre aux investisseurs de mettre à disposition plus aisément leur épargne pour répondre aux besoins de financement d'entreprises implantées sur l'ensemble du territoire européen.

Sans négliger la nécessité d'une plus grande harmonisation des règles prudentielles applicables aux différents acteurs financiers (banques, fonds de pension, assureurs), l'avènement d'un marché unique devrait conduire à une homogénéisation des pratiques commerciales et une intensification de la concurrence entre les prestataires de services financiers (*financial services providers*). Pour les entreprises, il devrait en résulter une baisse (et une convergence) du coût des fonds levés sur les marchés et un élargissement des volumes globaux de financements. Pour les investisseurs, la conséquence directe serait l'élargissement des opportunités de placement, l'accès à des produits financiers standardisés en zone euro et à un marché plus profond.

Les organismes publics de soutien aux PME/ETI: les dispositifs de l'UE qui tendent à superposer aux initiatives nationales

Le dernier mode d'intervention pour les États de la zone euro réside dans un soutien au financement direct (mise à disposition de lignes de liquidité au travers de la souscription d'instruments de dette, de titres de capital ou produits hybrides) ou indirect (amélioration du système d'information sur le crédit, garanties explicites, aide à la réalisation de méthodologies pour l'analyse des états financiers)²⁴. Ces politiques volontaristes transitent ainsi par l'intermédiaire de plusieurs canaux. Le contour des missions des organismes dédiés au soutien aux PME/ETI varie sensiblement d'un pays à un autre : les pouvoirs publics peuvent cibler uniquement les groupes bancaires centrés sur le crédit PME/ETI et/ou bien s'attacher à promouvoir aussi des activités d'intérêt général (et jugées comme ayant une forte « utilité sociale ») mais non rentables. L'existence de ces organismes (*Promotional institutions*) serait de nature à atténuer les effets d'une crise financière sur le cycle du crédit dans la mesure où leur appétit au risque serait plus stable (Robano [2014]).

Créée en 1948, la banque publique *Kreditanstalt für Wiederaufbau* (KfW Group) – détenue à 80 % par la République fédérale d'Allemagne et à 20 % par les Länder – est l'un des établissements les plus anciens de la zone euro. Son spectre d'intervention bien que relativement large (soutien à l'habitat, d'infrastructures publiques et de projets allemands à l'export, et également courroie de transmission de politiques environnementales, etc.) se concentre plus particulièrement sur un soutien aux PME/ETI (création d'entreprises, crédits d'investissement et à l'export, etc.). Cette institution déploie son aide aux PME/ETI en octroyant des prêts bancaires par l'intermédiaire de l'une de ses filiales, la *KfW Mittelstandsbank*. Celle-ci a concédé 19,9 milliards d'euros de prêts nouveaux aux PME pour leurs activités domestiques en 2014.

En Décembre 2012, le gouvernement français a également annoncé la création d'une Banque Publique d'Investissement (BPI France), opérationnelle depuis février 2013. L'État Français et la Caisse des Dépôts et Consignations sont ses deux actionnaires à parts égales. Son rôle est relativement proche de celui de l'entité allemande KfW même si ses statuts juridiques la distinguent de son homologue outre-Rhin, en ne lui conférant pas un rôle de banque de plein exercice (absence de licence bancaire) mais en la dotant uniquement d'un statut de compagnie financière. BPI France regroupe désormais toutes les institutions publiques engagées dans le soutien aux PME/ETI françaises (rapprochement d'OSEO, de CDC Entreprises et du Fonds stratégique d'investissement). Ses missions se déclinent autour de quatre axes : i) favoriser l'investissement et répondre aux besoins de trésorerie par l'octroi de prêts (11,4 milliards d'euros en 2014 dont 5,9 milliards à court terme) ; ii) un cap sur l'innovation en promouvant les investissements immatériels des PME/ETI par le biais de prêts de développement à sept ans avec un différé de remboursement de deux ans, soumis à aucune garantie ou aucun covenant (1,1 milliard en 2014 au titre du financement de l'innovation)²⁵; iii) un soutien des PME/ETI à l'exportation (404 millions au titre de prêts à l'export en 2014); iv) et plus généralement, asseoir la politique industrielle du gouvernement en confortant le financement des entreprises françaises.

L'Espagne a également mis sur pied un double dispositif de soutien aux PME/ETI qui repose sur une banque publique (*Instituto de Credito Oficial* ou ICO)

d'une part et d'autre part, sur une institution publique, rattachée au Ministère de l'industrie, de l'énergie et de l'innovation, et centrée sur l'aide à l'innovation (*Empresa Nacional de Innovation*). Il s'agit dans les deux cas de faciliter l'accès des entreprises au financement bancaire, et notamment celui des PME. En 2014, ICO a ainsi octroyé 16,2 milliards d'euros de prêts aux PME (contre 12,1 milliards en 2013).

Enfin, en Italie, à la différence des trois autres grands pays déjà évoqués précédemment (Allemagne, France et Espagne), il n'existe pas de banque publique à proprement parler dédiée aux PME. Toutefois, une structure publique par actions (*Cassa Depositi e Prestiti*) joue un rôle relativement important quant au financement des PME/ETI.

Fondée en 1958, la Banque Européenne d'investissement (BEI) a été érigée quant à elle, en banque d'investissement pour financer les projets des entreprises de l'Union Européenne. En octroyant des financements et en mettant à disposition son expertise financière, la BEI vise à promouvoir en priorité l'investissement. Si les aides s'adressent à l'ensemble des entreprises – c'est-à-dire toute taille confondue, une attention plus particulière est portée aux PME/ETI. Dans ce cadre, le Fond Européen d'investissement, « filiale » de la BEI, leur apporte un précieux soutien i) en les aidant à consolider leur capital-risque (*venture capital*) ; ii) en leur concédant des garanties pour leur faciliter l'obtention de prêts bancaires et iii) en ciblant le segment de la microfinance. Pour le compte de la Commission Européenne, le Fond Européen d'Investissement a également élaboré un programme de compétitivité des entreprises et des PME (*Programme for Competitiveness of Enterprises and SMEs* ou COSME). Sur la période 2014-2020, cette initiative vise notamment à aider les PME de l'UE en leur accordant des prêts bancaires et à financer des projets de recherche et développement. Enfin, la BEI est amenée à nouer des partenariats avec les institutions nationales de soutien aux PME/ETI comme l'illustre la signature de l'accord entre le Groupe BEI et BPI France en septembre 2013 (i.e. mise à disposition du Groupe BEI d'une ligne de crédit de 750 millions d'euros et d'une enveloppe de garantie de 200 millions d'euros, cofinancées par la Commission Européenne pour soutenir les firmes innovantes). Fin novembre 2014, la Commission Européenne a également dévoilé la mise sur pied d'un plan d'investissement de 315 milliards d'euros

(plan Juncker). Le Fonds pour les investissements stratégiques ainsi créé, d'un capital initial de 21 milliards d'euros, devrait générer environ 240 milliards en investissements à long terme et 75 milliards pour les PME et les sociétés de moyenne capitalisation sur deux ans, entre 2015 et 2017. Les PME pourraient ainsi bénéficier de nouvelles injections de capital-risque, de garanties d'emprunt, de titrisation et du financement d'amorçage. Toutes ces mesures devraient permettre d'offrir des micro-prêts aux PME, de financer de jeunes entreprises ou de proposer du capital-risque à des entreprises de moyenne capitalisation.



En zone euro, le financement des entreprises repose principalement sur le crédit bancaire. Toutefois, les sociétés françaises se démarquent de leurs consœurs européennes par le moindre recours aux financements bancaires en raison de la structure du tissu productif national. En effet, le poids économique des entreprises moyennes et grandes est relativement plus important en France qu'en zone euro. Or, celles-ci font largement appel au marché et bénéficient du dynamisme de l'économie mondiale. De fait, en France, la désintermédiation a été d'autant plus rapide que la proportion de grandes entreprises et la part des financements de marché étaient initialement élevées. Si la période récente s'accompagne d'un mouvement de désintermédiation plus prononcé dans la zone euro, la substituabilité entre les financements de marché et les prêts bancaires n'en demeure pour le moins que très imparfaite.

Pour améliorer les conditions de l'offre de prêts et soutenir *in fine* le financement aux PME/ETI notamment, la BCE a déployé un vaste éventail de mesures de politique monétaire. Pour relâcher les contraintes bridant la capacité des marchés à venir en complément des prêts bancaires, de nombreuses propositions, à l'échelon européen ou bien national, ont également été avancées. Les pouvoirs publics

ont ainsi mis l'accent à juste titre, sur l'utilité de faciliter l'accès aux marchés financiers des PME/ETI et de leur permettre de diversifier leurs sources de financement. Enfin, la Commission Européenne et/ou les pays membres de l'Union Européenne ont fréquemment encouragé la mise sur pied de banques publiques (BEI dans l'UE et BPI en France) pour consolider les ressources financières à destination de sociétés innovantes ou de PME/ETI.

Les initiatives destinées à favoriser le financement par émissions de titres – et accroître *in fine* le volume global des ressources financières disponibles pour les PME/ETI – sont une condition nécessaire mais non suffisante. Premièrement, les efforts pour relancer le marché de la titrisation dépendront de l'environnement réglementaire. A ce titre, il serait souhaitable d'aligner le traitement prudentiel des titrisations de prêts aux PME/ETI sur celui pour les prêts conservés dans les bilans bancaires. Deuxièmement, une meilleure culture financière donnerait une impulsion supplémentaire en incitant les ménages à acquérir des instruments de long terme. Enfin, les micro et petites entreprises de la zone euro qui représentent un poids économique important (52,3% de l'emploi salarié et 41,4% de la valeur ajoutée) continueront d'être fortement dépendantes du crédit bancaire. En tout état de cause, les financements de marché et/ou alternatifs dans la zone euro ne devraient pas être appréhendés comme un substitut systématique mais comme une source de financement complémentaire aux prêts bancaires.

Achévé de rédiger le 7 mai 2015
laurent.nahmias@bnpparibas.com

Encadré 1: La désintermédiation: quel impact sur les bilans bancaires ?

Principe :

Dans cet exemple fictif et selon une approche « statique », nous envisageons deux situations. La première, initiale, est celle qui correspond à une intermédiation bancaire classique où les banques commerciales octroient un crédit de 50 et créditent en contrepartie, les dépôts des agents (hors établissements de crédit ou EC) pour un montant équivalent et supposé réparti de la façon suivante : 20 pour les sociétés non financières (SNF) et 30 pour les autres clientèles (hors établissements de crédit).

La seconde est celle assimilable à une situation de désintermédiation où une partie des financements des SNF se substitue aux crédits bancaires pour un montant de 10. Les SNF remboursent donc leurs crédits bancaires et émettent en contrepartie, des titres souscrits par les autres clientèles. Dans un premier temps, leurs crédits et dépôts enregistrés dans les bilans bancaires diminuent (-10). Puis, les émissions de titres entraînent une augmentation des dépôts des SNF (+10) et une baisse concomitante de celui des autres clientèles (-10). Il ne s'agit dans ce dernier cas que d'un transfert monétaire d'une catégorie d'agents vers une autre ne donnant lieu à aucune création monétaire.

Principaux enseignements :

Pour un niveau de financement donné, la désintermédiation s'accompagne d'une réduction des bilans bancaires (et en reprenant notre l'exemple, le total de bilan s'établit à 90 au lieu de 100 initialement). En effet, la substitution opérée par les SNF en faveur d'un financement par titres entraîne une destruction monétaire.

En outre, le recours à la finance directe s'accompagne d'une modification de la structure du passif des banques commerciales : les dépôts des autres clientèles (hors établissements de crédit) baissent au profit de ceux des SNF. Les montants des autres postes demeurent inchangés.

En économie ouverte, les dépôts des autres clientèles résidentes diminuent mais dans une proportion moindre qu'en économie fermée car les titres émis par les SNF résidentes et souscrits à l'étranger entraînent également une baisse des dépôts des non-résidents. En supposant que l'intégralité des émissions est effectivement placée à l'étranger, les dépôts des autres clientèles résidentes ne seront pas affectés (montants inchangés), ce qui neutralise les effets de la désintermédiation sur le volume d'épargne disponible des résidents pour l'économie nationale.

Bilan simplifié des banques commerciales

Intermédiation - Situation initiale		Désintermédiation d'une partie des financements des SNF - Etape n°1		Désintermédiation d'une partie des financements des SNF - Etape n°2	
Actifs	Passifs	Actifs	Passifs	Actifs	Passifs
Crédits: 50	Dépôts	Crédits: 40	Dépôts	Crédits: 40	Dépôts
	Autres clientèles (hors EC): 30		Autres clientèles (hors EC): 30		Autres clientèles (hors EC): 20
	SNF: 20		SNF: 10		SNF: 20
Titres: 20	Titres: 20	Crédits: -10	Dépôts: -10	Titres: 20	Titres: 20
Autres: 30	Autres: 20	Autres: 30	Autres: 20	Autres: 30	Autres: 20
	Capital: 10		Capital: 10		Capital: 10
Total: 100	Total: 100	Total: 100 - 10	Total: 100 - 10	Total: 90	Total: 90

Encadré 2: Quels critères pour définir la taille d'une entreprise ?

La volonté d'établir une définition unique dans l'Union Européenne :

Pour favoriser une plus grande intégration du marché des biens et services, la Commission avait proposé de limiter la démultiplication des définitions des petites et moyennes entreprises au niveau communautaire dans son rapport présenté au Conseil en 1992 à la demande du Conseil "industrie" du 28 mai 1990 et sa recommandation 96/280/CE du 3 avril 1996. Pour garantir un traitement fondé sur un socle de règles communes, il apparaissait donc nécessaire d'établir une définition unique quant au critère de taille des entreprises.

La Commission souligne en effet qu'il existe de nombreuses initiatives tant nationales que communautaires de soutien aux PME, comme par exemple en matière de Fonds structurels et de recherche. L'absence d'une définition unique au sein de l'Union Européenne pourrait conduire les États membres à cibler leurs actions sur une catégorie particulière de PME différente d'initiatives européennes. Similairement, les différentes mesures de soutien peuvent être très variables d'un pays à un autre. L'adoption d'une définition unique par la Commission, les États membres, la Banque européenne d'investissement et le Fonds européen d'investissement renforcerait donc la cohérence et l'efficacité de l'ensemble des politiques en faveur des PME. En outre, elle limiterait les distorsions de concurrence à l'échelle communautaire en évitant un soutien abusif de pays membres fondé sur des critères trop dissemblables.

Trois critères de taille :

Selon la définition établie dans la législation européenne de la Commission (recommandation 2003/361), la taille d'une entreprise se définit donc sur la base du croisement de trois critères: i) le nombre de salariés, ii) le chiffre d'affaires et/ou iii) le total du bilan.

Plus précisément, ces critères conduisent à établir la taxinomie suivante :

1. La microentreprise est une entité ayant moins de 10 salariés et dont le chiffre d'affaires annuel ou dont le total du bilan annuel n'excède pas 2 millions d'euros ;
2. La petite entreprise est une entité comptant entre 10 et 50 salariés et dont le chiffre d'affaires annuel ou dont le total du bilan annuel est supérieur à 2 millions d'euros mais n'excède pas 10 millions d'euro ;
3. La moyenne entreprise est une entité entre 50 et 250 salariés et dont le chiffre d'affaires annuel est compris entre 10 et 50 millions d'euros ou dont le total du bilan annuel s'établit entre 10 et à 43 millions d'euros ;
4. La grande entreprise est une entité avec plus de 250 salariés et dont le chiffre d'affaires annuel est supérieur à 50 millions d'euros ou dont le total du bilan annuel excède 43 millions d'euros.

La catégorie des PME englobe les microentreprises, les petites et moyennes sociétés. Elle est donc constituée des entreprises avec moins de 250 salariés et dont le chiffre d'affaires annuel n'excède pas 50 millions d'euros ou dont le total du bilan annuel est inférieur à 43 millions d'euros.

Quid de la dimension « groupe » ? :

Les seuils de la Commission ne s'appliquent qu'aux sociétés autonomes, c'est-à-dire aux entreprises indépendantes de toute structure de groupe. Pour celles faisant partie d'un groupe, la Commission reconnaît qu'il est « peut-être nécessaire d'inclure les données relatives au nombre de salariés, au chiffre d'affaires ou au bilan du groupe ». Les holdings financières sont un exemple intéressant car sur base sociale, elles ne mobilisent que peu de salariés et affiche un total de bilan généralement très faible. Dès lors, il devient statistiquement périlleux de les rattacher à une catégorie particulière d'entreprises.

Pour discriminer plus finement les entreprises selon leur taille, certains pays comme la France (conformément à loi LME 2008-776 du 4 août 2008) prennent en compte les relations capitalistiques et la dimension de groupe. Une société n'est plus statistiquement appréhendée sur base sociale mais résulte de « la plus petite combinaison d'unités légales constituant une unité organisationnelle de production de biens et services, jouissant d'une certaine autonomie de décision ». Une société est dès lors constituée soit d'une entité mono unité légale ou soit d'un ensemble d'unités légales liées entre elles et dépendant d'une tête de groupe résidente ou étrangère. En combinant trois critères quantitatifs (effectifs, chiffre d'affaires et total de bilan), l'approche française conduit à discriminer les sociétés entre : i) microentreprises, ii) PME, iii) ETI et iv) grandes entreprises. Les ETI (effectifs compris entre 250 et 4999 salariés) constituent ainsi une classe intermédiaire entre les PME et les grandes entreprises.

Bibliographie

- Banque de France [2012], « Les PME en Europe : les disparités entre pays et secteurs sont plus fortes en 2010 qu'avant la crise », Observatoire des entreprises, Bulletin n°188, 2nd trimestre
- Banque de France [2015], « La situation financière des entreprises – Synthèse du colloque organisé par la Banque de France le 21 novembre 2014 », Bulletin de la Banque de France n°199, 1^{er} trimestre
- Bentoglio G. et Guidoni G. [2009], « Les banques centrales face à la crise », Revue de l'OFCE n°110, Juillet
- Birouk O. et Darves F. [2013], « La titrisation en France : évolutions récentes », Bulletin de la Banque de France n°194, 4^{ème} trimestre
- Boutron E., De Séverac B. et Dessertine P. [2014], « Le marché obligataire *corporate* : un levier pour les PME-ETI ? », Revue d'Économie Financière n°114, Juin
- Cailloux J., Landier A. et Plantin G. [2014], « Crédit aux PME : des mesures ciblées pour des difficultés ciblées », Conseil d'analyse économique, [2014], Les notes du conseil d'analyse économique n°18, Décembre
- Choulet C. [2012], « L'intermédiation du crédit aux États-Unis », BNP Paribas, Conjoncture, Mai
- De Lucia C. [2014], « TLTRO, démarrage timide, mais montée en régime probable... », BNP Paribas, EcoWeek n°14-31, Focus, Septembre
- Coeur B. [2015], « Achever l'intégration des marchés de capitaux », Revue de Stabilité Financière de la Banque de France n°19, Avril
- De Lucia C. [2014], « Des difficultés d'accroître la taille de bilan », BNP Paribas, EcoWeek n°14-43, Focus, Décembre
- De Lucia C. [2015], « Let's do QE!!! », BNP Paribas, EcoFlash n°15-6, Janvier
- European Commission [2014], « Annual report on European SMEs 2013/2014 – A partial and fragile recovery », Final Report – July
- European Parliament [2014], « Targeted longer-term refinancing operations (TLTROs): Will they revitalise credit in the euro area? », IP/A/ECON/2014-03, September
- Fougère D., Golfier C., Horny G. et Kremp E. [2014], « Quel a été l'impact de la crise de 2008 sur la défaillance des entreprises ? », INSEE, Économie et statistique n° 462-463, Janvier
- Kaousar Nassr I. et Wehinger G. [2014], « Non-bank debt financing for SMEs: The role of securitisation, private placements and bonds », OECD Journal: Financial Market Trends – Volume 2014/1
- Kremp E. et Piot C. [2014], « Le ralentissement du crédit bancaire aux PME en France », Revue d'Économie Financière n°114
- Kremp E. et Sevestre P. [2012], « La crise a-t-elle entraîné un rationnement du crédit pour les PME ? », Banque de France, Document de travail n°405, Novembre
- Infelise F. [2014], « Supporting access to finance by SMEs : mapping the initiatives in five EU countries » CEPS, ECMI, April
- Matheron J., Mojon B. et Sahuc J.G. [2012], « La crise de la dette souveraine et la politique monétaire », Banque de France, Revue de la stabilité financière n° 16 – Avril
- Giovannini A., Mayer C., Micossi S., Di Noia C., Onado M. Pagano M. et Polo A. [2015], « Restarting European Long-Term Investment Finance – A Green Paper Discussion Document », RELTIF Green Paper
- Giovannini A. et Moran J. [2013], « Finance for Growth - Report of the High Level Expert Group on SME and Infrastructure financing », Mimeo, December
- Lugaresi S. [2015], « Review of the Main European Policy Initiatives », RELTIF Working Paper
- Nahmias L. [2007], « Groupes de sociétés et analyse du tissu productif : enjeux et premiers constats » Bulletin de la Banque de France n°159, Mars
- Paris Europlace [2013], « Financement des entreprises et de l'économie française : pour un retour vers une croissance durable », Rapport du groupe de travail FINECO de Paris Europlace, Février
- Quignon L. [2014], « Les vertus des TLTRO en partie contraires par le ratio de liquidité à court terme », Revue Banque n°774, Juillet-Août
- Pons J.F. et Quatre B. [2014], « L'impact de Bâle III sur les prêts aux PME : l'heure de vérité approche », Revue d'Économie Financière n°114, Juin
- Robano V. [2014], « The role of Public Financial Institutions for SMEs », in ADB-OECD 2014
- Tazi A. [2014], « La BCE à l'avant-garde du changement en Europe : de *Jackson Hole* aux nouvelles mesures non-conventionnelles », BSI Economics, Focus BSI, Numéro 2, Septembre
- Vauplane H. et Anagnostou D. [2014], « Financement des entreprises : comparaison entre euro PP, US PP et *Shuldscheiin* », Option Finance n°1255, Février

NOTES

¹ Les GIIPS incluent le Portugal, l'Irlande, l'Italie, la Grèce et l'Espagne.

² Pour ce faire, il conviendrait d'établir ce que l'INSEE appelle « comptes profilés » c'est-à-dire des comptes consolidés pour la partie des activités effectuées sur le territoire national. Du fait de la complexité pour les constituer (nécessité de prendre en compte les liens intra-groupe, consolidation sur la portion nationale des différentes activités, comptes par zone d'activité géographique pour l'ensemble des filiales, etc.), ces données ne sont pas pour le moment diffusées par les différents instituts statistiques de la zone euro.

³ En dépit du comportement plus prudent des banques en matière d'octroi de prêts, les sociétés non financières n'ont, en effet, pas souffert d'un tarissement des financements bancaires en France (Kremp E. et Sevestre P. [2012]).

⁴ Comme le rappellent Kremp E. et Piot C. [2014] le premier choc résulte de la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008. Cette faillite, en exacerbant la défiance des agents économiques (assèchement du marché interbancaire, perte de confiance des agents non financiers, élargissement des spreads de crédit, etc.), a mis fin à un cycle de croissance des crédits aux entreprises en zone euro. Le second choc, au cours de l'été 2011, est à mettre en parallèle avec la crise des dettes souveraines, celle-ci ayant entraîné un net ralentissement de la reprise du crédit survenue un an auparavant.

⁵ L'enquête sur la distribution de crédit bancaire (BLS), conduite par les Banques Centrales Nationales (BCN) pour le compte de la BCE, recueille le sentiment des directeurs des engagements des banques participantes via un questionnaire pour apprécier les comportements des établissements en matière d'octroi de prêts aux agents privés non financiers. L'enquête SAFE réalisée semestriellement par la BCE, conjointement avec la Commission, vise à recueillir l'opinion des chefs d'entreprises d'un échantillon de PME sur les conditions de financement des entreprises de petite et moyenne taille. Toutes deux sont des enquêtes qualitatives.

⁶ La part des provisions dans le passif des entreprises allemandes diminue depuis 2000 du fait de la conjonction de trois facteurs. D'une part, le gouvernement a mis en place une série de réformes en matière de retraites : leur mode de calcul a été modifié et l'âge de départ a été repoussé à 67 ans. En outre, la loi de 2001 a conduit à favoriser les fonds de pension, les caisses de retraite et l'assurance-retraite par le salarié par le déploiement de mesures incitatives d'abondement public, au détriment du provisionnement par l'entreprise. Enfin, la loi de modernisation comptable entrée en vigueur en 2010 (Loi dite Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz) impose désormais aux entreprises de déduire du calcul des provisions pour retraite les actifs externalisés spécifiquement dédiés à cette fin.

⁷ La Commission dans son rapport annuel sur les PME retient uniquement comme critère de taille le nombre de salariés : i) Microentreprise: entité de moins de 10 salariés ; ii) Petite entreprise : société de 10 à 49 salariés ; iii) Moyenne entreprise: structure de 50 à 249 salariés et iv) Grande entreprise: entreprise de plus de 250 salariés.

⁸ Enternext est une initiative paneuropéenne qui couvre déjà 750 PME/ETI cotées sur les marchés d'Euronext en Belgique, en France, aux Pays-Bas et au Portugal.

⁹ Comme le souligne Boutron E., De Séverac B. et Dessertine P. [2014], la Banque de France, les banques, les assureurs de crédit et les credit managers sont les principaux acteurs en France qui effectuent une cotation accessible aux investisseurs moyennant rémunération.

¹⁰ Par exemple, le montant et la nature de la transaction, la date de l'opération et la stratégie financière peuvent être considérés par les dirigeants comme des informations sensibles qu'ils souhaitent ne pas transmettre, notamment à leurs concurrents.

¹¹ Suite aux sauvetages de la banque d'affaires Bear Stearns et de l'assureur AIG en 2008, la Fed a fait l'acquisition d'actifs douteux logés dans trois portefeuilles : Maiden Lane (Bear Stearns), Maiden Lane II et Maiden Lane III (AIG).

¹² Cf. la déclaration introductive de Mario Draghi du 4 septembre 2014 :

<http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2014/html/iss140904.en.html>

¹³ L'article 127 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, paragraphe 1 dispose en effet que « l'objectif principal du Système européen de banques centrales [...] est de maintenir la stabilité des prix ». Pour de plus amples informations sur les missions de l'Eurosystème : <https://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/html/index.fr.html>

¹⁴ Faisant écho à la décision du Conseil des Gouverneurs du 5 juin 2014, la BCE a annoncé la reprise de nouvelles opérations de financement à long terme (TLTRO) pour fluidifier l'offre de crédit et contrecarrer les risques de déflation. Les huit opérations trimestrielles s'étaleront sur deux ans et arriveront à échéance en septembre 2018 ou, le cas échéant, feront l'objet d'un remboursement anticipé en septembre 2016, selon l'évolution de l'encours observée au regard d'un benchmark défini par la BCE. D'un point de vue opérationnel, la mise en œuvre de cette nouvelle mesure de politique monétaire prendra la forme de prêts conditionnels aux banques commerciales et elles pourront accroître dans un second temps via le multiplicateur de crédit leurs concours au secteur privé non financier. Les deux premières TLTRO non conditionnelles allouées en septembre puis décembre 2014 ont représenté une enveloppe globale égale à 7% du montant des encours de prêts au secteur privé (sociétés et ménages) hors crédit à l'habitat à fin avril 2014 soit près de 400 milliards d'euros au total. Six autres tranches seront ensuite débloquées, entre mars 2015 et juin 2016, dans la limite, pour chaque établissement, de trois fois l'accroissement de leurs prêts au secteur

privé non financier hors crédit à l'habitat, nets des remboursements au regard d'un benchmark (égal au flux annuel net calculé entre mai 2013 et avril 2014) et au coût égal depuis fin janvier 2015 au taux refi. Pour être éligible aux liquidités TLTRO, il conviendra donc qu'à chaque échéance, le cumul des flux net des prêts observés depuis mai 2014 soit supérieur au benchmark.

¹⁵ Selon le principe classique de la titrisation « traditionnelle », les banques continuent d'effectuer l'origination des crédits mais ne les portent plus dans leur bilan (Originate-to-distribute model).

¹⁶ Selon le CAE, ces obstacles tiendraient principalement à trois motifs. D'une part, la diversification des risques impliquerait de regrouper au sein d'un portefeuille unique un nombre important de prêts aux clauses variées rendant problématique une discrimination fiable par classes d'emprunteurs. D'autre part, à l'instar des contraintes en matière d'émissions de titres de PME/ETI, les fortes asymétries d'information seraient de nature à décourager des investisseurs susceptibles d'acheter des obligations adossées à ces prêts. Enfin, la nature intrinsèquement illiquide de ces prêts les rendent de fait difficilement titrisables, ce qui concourt également à limiter singulièrement les volumes d'échange sur ce segment de marché.

¹⁷ La directive CRD4 et le règlement CRR ont été publiés au Journal Officiel de l'Union européenne le 26 juin 2013. Les nouvelles règles sont entrées en vigueur le 1er janvier 2014. Ces textes transposent en droit européen la réforme bancaire internationale de Bâle 3 (décembre 2010) qui a introduit de nouvelles exigences en matière de solvabilité et de surveillance du risque de liquidité à court et long terme.

¹⁸ IOSCO (ou International Organization Of Securities Commissions) est une organisation internationale visant à garantir un fonctionnement efficace des marchés à l'échelle mondiale. Celle-ci regroupe les régulateurs de valeurs mobilières d'une centaine de pays.

¹⁹ Le financement participatif comprend quatre segments : le don (donation crowdfunding), la récompense (ou don avec contrepartie), le prêt (credit crowdfunding), l'investissement en capital (equity crowdfunding).

²⁰ En France, la réforme du code des assurances de 2013 facilite i) la création de FCT car les titres émis par ces fonds ne nécessitent plus de notation (diminution du coût pour l'émetteur) et ii) leur placement car le rang de subordination des créanciers est identique.

²¹ L'éligibilité est fonction de trois critères : les effectifs (inférieurs à 250 salariés) ; le chiffre d'affaires (inférieur à 50 millions d'euros) et le total de bilan (inférieur à 43 millions d'euros). Le coût estimé de ce dispositif fiscal est évalué pour les finances publiques à environ 200 millions d'euros.

²² L'Association Française des Investisseurs pour la Croissance (AFIC) vise à assurer la promotion du capital-investissement et participer à son développement. L'AFIC regroupe notamment l'ensemble des structures de capital-investissement résidentes en France.

²³ Le PEA PME n'est pas une extension du PEA mais un produit autonome, le client pouvant détenir un PEA PME à côté d'un PEA « classique ». 4 000 sociétés cotées européennes seront éligibles à ce dispositif. Euronext a d'ores et déjà introduit parallèlement l'indice CAC PME qui retrace la performance des entreprises françaises éligibles au PEA PME. Cet indice est composé de 40 valeurs qui peuvent descendre à 20 selon la richesse de la cote. A ce titre, le PEA PME a suscité un certain intérêt de la part des investisseurs suisses et luxembourgeois.

²⁴ Cf. les annexes 1 à 11 de l'article d'avril 2014 de Federico Infelise cité en bibliographie pour une revue exhaustive des initiatives nationales de soutien public au financement des PME et des montants au Royaume-Uni, Allemagne, France, Espagne et Italie.

²⁵ En 2014, BPI France a également investi 286 millions d'euros en fonds propres dans les entreprises innovantes et les PME (pour respectivement, 127 millions et 159 millions).



DIRECTION DES ETUDES ECONOMIQUES

• **William DE VIJLDER** +33.(0)1.55.77.47.31 william.devijlder@bnpparibas.com
 Chef Economiste

ECONOMIES OCDE

• **Jean-Luc PROUTAT** +33.(0)1.58.16.73.32 jean-luc.proutat@bnpparibas.com
 Responsable

• **Alexandra ESTIOT** +33.(0)1.58.16.81.69 alexandra.estiot@bnpparibas.com
 Adjointe - Mondialisation - Etats-Unis, Canada

• **Hélène BAUDCHON** +33.(0)1.58.16.03.63 helene.baudchon@bnpparibas.com
 France, Belgique, Luxembourg

• **Frédérique CERISIER** +33.(0)1.43.16.95.52 frederique.cerisier@bnpparibas.com
 Finances publiques, institutions européennes

• **Clemente De LUCIA** +33.(0)1.42.98.27.62 clemente.delucia@bnpparibas.com
 Zone euro, Italie - Questions monétaires, modélisation

• **Thibault MERCIER** +33.(0)1.57.43.02.91 thibault.mercier@bnpparibas.com
 Espagne, Portugal, Grèce, Irlande

• **Caroline NEWHOUSE** +33.(0)1.43.16.95.50 caroline.newhouse@bnpparibas.com
 Allemagne, Autriche - Supervision des publications

• **Catherine STEPHAN** +33.(0)1.55.77.71.89 catherine.stephan@bnpparibas.com
 Royaume-Uni, Suisse, Pays nordiques - Marché du travail

• **Raymond VAN DER PUTTEN** +33.(0)1.42.98.53.99 raymond.vanderputten@bnpparibas.com
 Japon, Australie, Pays-Bas - Environnement -Retraite

• **Tarik RHARRAB**
 • +33.(0)1.43.16.95.56 tarik.rharrab@bnpparibas.com

ECONOMIE BANCAIRE

• **Laurent QUIGNON** +33.(0)1.42.98.56.54 laurent.quignon@bnpparibas.com
 Responsable

• **Delphine CAVALIER** +33.(0)1.43.16.95.41 delphine.cavalier@bnpparibas.com

• **Céline CHOLET** +33.(0)1.43.16.95.54 celine.choulet@bnpparibas.com

• **Laurent NAHMIA** +33.(0)1.42.98.44.24 laurent.nahmias@bnpparibas.com

ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

• **François FAURE** +33.(0)1 42 98 79 82 francois.faure@bnpparibas.com
 Responsable - Russie

• **Christine PELTIER** +33.(0)1.42.98.56.27 christine.peltier@bnpparibas.com
 Adjointe - Méthodologie, Chine, Vietnam

• **Stéphane ALBY** +33.(0)1.42.98.02.04 stephane.alby@bnpparibas.com
 Afrique francophone

• **Sylvain BELLEFONTAINE** +33.(0)1.42.98.26.77 sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com
 Amérique Latine, Turquie - Méthodologie

• **Sara CONFALONIERI** +33.(0)1.42.98.74.26 sara.confalonieri@bnpparibas.com
 Afrique anglophone et lusophone

• **Pascal DEVAUX** +33.(0)1.43.16.95.51 pascal.deviaux@bnpparibas.com
 Moyen Orient - Scoring

• **Anna DORBEC** +33.(0)1.42.98.48.45 anna.dorbec@bnpparibas.com
 CEI, principaux pays d'Europe centrale et orientale

• **Hélène DROUOT** +33.(0)1.42.98.33.00 helene.drouot@bnpparibas.com
 Asie

• **Johanna MELKA** +33.(0)1.58.16.05.84 johanna.melka@bnpparibas.com
 Asie

• **Michel BERNARDINI** +33.(0)1.42.98.05.71 michel.bernardini@bnpparibas.com
 Contact Média





NOS PUBLICATIONS



CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité



ECO EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes.



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents



ECOWEEK

L'actualité économique de la semaine et plus...



ECOFASH

Un indicateur, un événement économique majeur. Le détail ...



ECOTV

Tous les mois, nos économistes décryptent l'actualité économique, en images



ECOTV WEEK

Quel est l'évènement de la semaine ?
La réponse dans vos deux minutes d'économie

Pour recevoir directement nos publications,
vous pouvez vous abonner sur notre site
ou télécharger notre application pour tablettes
iPad et Android EcoNews



<http://economic-research.bnpparibas.com>

Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Les informations et opinions contenues dans ce document sont publiées en vue d'aider les investisseurs, mais ne font pas autorité en la matière et ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont, par ailleurs, susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments mentionnés dans le présent document. Toute référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible, notamment, de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché, et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des douze derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquelles il a été élaboré.

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme. Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens, 75009 Paris.

Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagé par les termes des restrictions ci-dessus.

Pour certains pays de l'Espace économique européen :

Le présent document n'est destiné qu'à une clientèle d'investisseurs professionnels. Il n'est pas destiné à des clients relevant de la gestion privée et ne doit pas leur être communiqué. Le présent document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres. BNP Paribas Succursale de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority.

Le présent document a été approuvé pour publication en France par BNP Paribas SA, constituée en France en société anonyme et autorisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009, Paris, France.

Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung Frankfurt sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Frankfurt sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Frankfurt, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et est autorisée et soumise à une réglementation limitée par le Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Ets-Unis : le présent document est distribué aux investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine, à des investisseurs institutionnels américains de premier rang uniquement. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre de la Financial Industry Regulatory Authority et d'autres Bourses principales. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu d'un document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.

Japon : le présent document est distribué à des entreprises basées au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières définies par l'article 17-3 alinéa 1 du décret d'application de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, est une maison de titres enregistrée conformément à la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers et est membre de la Japan Securities Dealers Association ainsi que de la Financial Futures Association du Japon. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution par BNP Paribas Securities (Japan) Limited à des entreprises basées au Japon. Certains des titres étrangers mentionnés dans le présent document ne sont pas divulgués au sens de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers.

Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréée réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 [Regulated Activity Types 1, 4 et 6] en vertu de la Securities and Futures Ordinance.

Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site <https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

Bulletin édité par les Etudes Economiques – BNP PARIBAS

Siège social : 16 boulevard des Italiens – 75009 PARIS

Tel : +33 (0) 1.42.98.12.34 – Internet : www.bnpparibas.com

Directeur de la publication : Jean Lemerle

Imprimeur : Ateliers J. Hiver SA – Dépôt légal : Mai 2015

ISSN 0338-9162 – Copyright BNP Paribas

