

FINANCEMENT DES PME

M A R S 2 0 1 7

LIVRE BLANC



Sommaire

| | |
|--|-----------|
| Synthèse du rapport | 3 |
| Partie 1. Les enjeux du financement des PME | 5 |
| Le cœur des propositions de l'AFG | 5 |
| Les PME ont-elles besoin de financements ? | 5 |
| Ces financements doivent-ils être fournis localement ? | 7 |
| Disposons-nous des compétences ? | 8 |
| Sans mobilisation de l'épargne locale, aucune chance ! | 9 |
| <i>Wall of shame</i> du financement des PME Exemples d'incohérences de traitement fiscal | 11 |
| Partie 2. État des lieux du financement des PME-ETI en France | 13 |
| 1. Les besoins en financement des PME et ETI paraissent couverts à première vue | 14 |
| 2. Cette situation n'est cependant pas satisfaisante : les PME et ETI n'ont pas les financements adaptés à leurs besoins de croissance | 15 |
| 2.1. Les banques continueront de jouer un rôle prédominant mais qui risque de s'amenuiser suite aux accords de Bâle | 15 |
| 2.2. Certains besoins de financement ne sont aujourd'hui pas couverts par les banques | 15 |
| 2.3. D'autres formes de financement en dette se développent en parallèle | 16 |
| 2.4. Les financements en capitaux propres demeurent insuffisants | 17 |

| | |
|--|-----------|
| 2.5. Le financement de l'économie passe également par d'autres acteurs dont l'influence est plus ou moins importante en France | 18 |
| a. Le Capital Investissement (ou Private Equity) | 18 |
| b. Les FCPI et les FIP | 18 |
| c. Le Placement privé, Euro PP | 19 |
| d. Le financement participatif (ou crowdfunding) | 19 |
| e. Les Business Angels | 20 |
| f. Les fonds de prêts | 20 |
| g. La bourse des PME | 21 |
| h. Le PEA PME | 22 |
| Partie 3. Exemples étrangers d'outils de financement des PME | 23 |
| 1. Le Royaume-Uni | 23 |
| 1.1. EIS et SEIS | 23 |
| 1.2. VCTs | 24 |
| 1.3. Cadre fiscal des EIS, SEIS et VCTs | 25 |
| 1.4. Le marché boursier des PME : AIM | 25 |
| 2. L'Allemagne | 26 |
| 2.1. Les banques régionales | 26 |
| 2.2. Le contrat "Schuldschein" | 26 |
| 3. L'Italie | 27 |
| 4. Les États-Unis | 27 |
| Étude d'un cas particulier : CalPERS | 27 |
| Partie 4. Propositions | 29 |
| 1. Inverser la logique réglementaire aujourd'hui défavorable à l'investissement en capital dans les PME | 29 |
| 2. Orienter davantage les produits d'épargne vers le financement des PME | 30 |
| 3. Accélérer l'émergence du financement de la dette des PME par la gestion d'actifs | 32 |
| 4. Faire grandir un écosystème favorable au financement des PME | 34 |
| ANNEXE / Rapports consultés | 35 |
| Remerciements | 36 |

Synthèse du rapport

Le diagnostic du financement des PME et ETI en France est clair. Les banques ont joué leur rôle y compris en période de crise mais elles ne peuvent assurer à elles seules le financement de toutes les étapes de la vie des entreprises du fait de contraintes réglementaires et d'une certaine aversion au risque.

Or le développement de start ups et des PME françaises est crucial car ce sont elles qui créent le plus d'emplois et qui contribueront au retour d'une croissance économique plus forte.

Si la France veut se donner pour ambitions d'être leader européen des startups innovantes et de faire grossir ses PME pour qu'elles deviennent des championnes mondiales, elle doit s'en donner les moyens en leur permettant de trouver des financements stables, adaptés à leurs besoins de croissance.

L'industrie de la gestion d'actifs est à même de prendre le relais, aux côtés des banques, pour financer ces étapes particulières de la vie des petites et moyennes entreprises en forte croissance. Elle s'appuie sur deux piliers : le capital investissement sur lequel la France est leader en Europe derrière le Royaume-Uni et les fonds de dette, plus récents, dont la France est aujourd'hui l'un des pionniers. La place financière française doit ambitionner d'être leader en Europe sur le financement des PME et la gestion d'actifs française doit devenir la première en Europe sur ce plan.

Ce Livre Blanc expose les enjeux du financement des PME et ETI en France et présente des propositions qui, en s'appuyant sur l'expertise de la gestion d'actifs française, permettront à ces entreprises de grandir pour qu'elles deviennent les leaders mondiaux. À défaut, elles seront peu à peu absorbées par leurs concurrentes étrangères qui disposent d'un plus grand marché national et de capitaux plus importants.

L'enjeu du financement des PME et ETI doit donc devenir une cause nationale en France.

L'AFG présente une vingtaine de propositions pour :

1. Inverser la logique réglementaire qui interdit ou réduit au minimum l'investissement en PME et ETI de l'épargne des particuliers et des réserves des institutionnels ;
2. Orienter davantage les produits d'épargne vers le financement des PME, notamment en remettant la fiscalité "à l'endroit" pour que l'investissement dans les PME bénéficie d'une sorte de "clause de l'épargne la plus favorisée" sur le modèle de la clause de la Nation la plus favorisée ;
3. Accélérer l'émergence du financement de la dette des PME par la gestion d'actifs ;
4. Faire grandir un écosystème favorable au financement des PME.

Partie 1. Les enjeux du financement des PME

Le cœur des propositions de l'AFG

Les PME constituent le réservoir de création d'emplois en France. Elles font face à des besoins croissants de financement pour accélérer leur croissance. L'environnement international est de plus en plus concurrentiel sur ce point particulier et l'accès à des moyens de financement de la croissance par des fonds propres ou des prêts devient un enjeu stratégique de réussite des PME et de leur transformation en ETI.

L'épargne des Français est insuffisamment orientée vers ce type de placements productifs. Cela fait peser un risque de délocalisation de l'industrie du financement des PME à Londres. L'AFG ambitionne au contraire que l'industrie financière française devienne la plaque tournante du financement des PME en Europe.

L'AFG demande de faire bénéficier le financement des PME françaises du statut de « **CAUSE NATIONALE** ».

En particulier, l'AFG propose que soient interdits :

- Toute réglementation qui limite l'orientation de l'épargne des Français vers la création d'emplois par des PME françaises⁽¹⁾ ;
- Tout régime fiscal qui ne fait pas bénéficier l'investissement dans les PME françaises de l'équivalent de la "clause de l'épargne la plus favorisée"⁽²⁾.

Les PME ont elles besoin de financements ?

La réponse à cette question est binaire : les financements traditionnels vont globalement bien ; c'est ailleurs qu'est le problème.

Le constat fait par la Médiation du Crédit, la Banque de France et les autres acteurs est clair : le crédit classique aux entreprises est alloué de manière globalement satisfaisante par les banques. La situation de blocage, créée par la crise de 2008, est résorbée. En effet, malgré la diminution ponctuelle du montant des crédits aux sociétés non financières entre la fin de l'année 2009 et le début de l'année 2010, l'évolution des crédits est restée, en France, assez favorable. Depuis, cette évolution reste positive même si la croissance s'est ralentie, passant de 4,4 % en glissement annuel à fin 2011, à + 1,0 % en 2012 et à + 0,2 % en 2013 (Banque de France). La situation est sensiblement plus favorable que celle observée dans les autres pays de la zone Euro et au Royaume-Uni.

⁽¹⁾ Solvabilité 2 et Bâle 3 ne seraient pas illégales puisqu'elles n'interdisent pas, mais fixent des ratios d'allocation de fonds propres. Elles devraient néanmoins être recalibrées. Toute autre forme de limitation des politiques d'allocations d'actifs en faveur des PME françaises doit être proscrite des textes.

⁽²⁾ L'investissement par le contribuable français dans une PME française doit bénéficier des meilleurs régimes IR, ISF et droit des successions. Il doit devenir illégal que les forêts, les monuments historiques, le cinéma, les œuvres d'art soient mieux traités que l'investissement dans une PME, qui ne doit pas non plus souffrir d'avantages réduits par rapport au PEA, au PEE, au PERCO, à PREFON, au PERP, à l'assurance-vie ou au livret A.

Où se situent les problèmes ?

La croissance organique en Europe est faible et a de fortes chances de le rester pour un cycle économique durable. Il n'est donc pas étonnant que la demande de crédit d'exploitation des entreprises soit limitée et qu'il soit constaté que les banques la servent bien. C'est lorsque l'on sort des financements classiques que le bât blesse, alors même que les formes de croissance qui s'offrent aujourd'hui aux PME sont très fortement consommatrices de besoins financiers. Transformer nos PME en ETI ne se fera pas spontanément par de la croissance européenne organique généreuse. Trois stratégies s'imposent donc :

- l'innovation ;
- l'accélération à l'international, en particulier sur les pays à forte croissance ;
- la croissance externe, la consolidation, les "*build-ups*".

Ces trois stratégies sont extrêmement consommatrices de besoins financiers. On peut même dire plus : c'est de plus en plus souvent celui qui dispose des meilleurs financements qui réussit. Parce qu'il a les moyens d'imposer une innovation de manière rapide et mondiale, parce qu'il va conquérir des marchés en Chine avant ses concurrents ou parce que c'est lui qui va acquérir ses concurrents plutôt que l'inverse.

Innovation

D'une manière générale, elle devient de plus en plus globale et internationale. Les start-ups basculent à présent en très peu de temps en acteurs mondiaux. BlaBlaCar, Criteo, etc. sont de beaux exemples français. Mais on ne peut s'empêcher de se poser la question : si Viadeo avait eu les mêmes moyens financiers que LinkedIn, Dailymotion ceux de YouTube, Cdiscount ceux d'Amazon, est-ce que leur réussite n'aurait pas pu être mondiale ? En tout cas, la réponse à la question inverse ne fait pas de doute : la plus innovante des entreprises nées en France ou en Europe ne peut devenir un leader mondial que si elle est financée extrêmement rapidement au moins au même niveau que ses concurrents.

Entre la start-up la plus technique et celle la mieux financée, il ne fait plus de doute sur celle qui gagne, et "*the winner takes all*".

International

Prenons un exemple : Mont Blanc Maternelle est une magnifique réussite. Après avoir révolutionné le marché de la compote de pommes en France grâce aux gourdes Pom-Potes, cette entreprise s'est imposée aux États-Unis et en particulier dans les Happy Meals de McDonald's. Sans le soutien en fonds propres de ses actionnaires, et sans celui des fonds de dette qui ont permis la construction des usines au Michigan, combien de temps aurait-il fallu pour que les énormes acteurs locaux (Dole, Tropicana, Mott's, Del Monte) ne réagissent ?

Consolidation

L'Europe est encore un immense patchwork de très belles PME locales. La consolidation est en route et elle s'accélère. Pour la meilleure PME française, allemande, hollandaise ou italienne de son secteur, il peut être beaucoup plus efficace d'acheter des plus petits concurrents plutôt que de s'essouffler à ouvrir des bureaux pays par pays... et devenir une magnifique cible de consolidation pour son concurrent allemand, américain ou chinois.

De plus en plus, la façon dont sont financées les PME européennes devient un facteur de compétitivité, au même titre que leur capacité à innover, que la qualité de leur management et que leur stratégie produit. Celles qui ne sont pas assez financées sont absorbées par les autres.

La stratégie du “winner takes all” s’accélère et s’amplifie.

Ces financements doivent-ils être fournis localement ?

Les marchés financiers sont totalement globaux. Il est légitime de se demander si le financement des PME doit être local ou pas.

De manière certaine, sans réponse locale, il y en aura une internationale

De nombreux pays s’appuient sur un système de financement de leurs entreprises moins tourné vers l’emprunt bancaire. Aux États-Unis par exemple, le financement bancaire est minoritaire et les entreprises multinationales se financent sur les marchés mondiaux. Beaucoup de pays européens ont une Bourse et/ou une activité de capital investissement locale(s) sous-développée(s), souvent par manque d’investisseurs, et leurs sociétés trouvent des fonds propres sur les grandes places internationales.

Le financement des très grosses ETI européennes par l’industrie du LBO est à présent très largement dominé par Londres. Quelles seraient les conséquences si cela devenait aussi le cas pour le financement des PME en Private Equity ou en Private Debt ? Il y a fort à parier que l’industrie financière saura apporter une réponse mais à partir de quel pays ? En 2014, le capital investissement en France représentait 0,38 % du PIB contre 0,41 % au Royaume Uni. La France a donc une carte à jouer même si le chemin est long pour rattraper les États-Unis où le capital investissement est trois fois supérieur proportionnellement.

L’enjeu, c’est l’emploi

Ce sont les PME qui créent le plus d’emplois en France. Elles représentent 70 % des effectifs salariés. Si leurs besoins financiers croissants sont apportés par des fonds basés à Londres, à New-York, à Hong-Kong ou Dubaï, ce ne sera pas sans conséquence sur l’emploi.

C’est évident sur l’innovation et sur les start-ups.

Criteo est une des start-ups françaises qui a connu une des plus belles réussites internationales. Une grosse partie de ses effectifs de R&D est basée à Paris. Cela aurait-il été le cas si les fonds qui l’avaient financée initialement avaient été basés dans la Silicon Valley ? Ces ingénieurs français brillants qui travaillent pour Criteo dans le 9^e arrondissement de Paris ne seraient-ils pas facilement recrutés en Californie ? En 2008, Criteo compte une vingtaine de salariés. En juin 2012, les effectifs s’élèvent à 600 employés, À fin 2015, ils atteignent 1 750 personnes dont plus de 400 ingénieurs.

Les jeunes qui sortent des universités et des écoles françaises recherchées sur le plan mondial, s’il ne leur est pas offert d’opportunités en Europe et en France, partiront. Il est normal que les jeunes générations soient très mobiles. Nous devons ambitionner que l’écosystème français soit le plus attractif d’Europe, pour conserver sur place un grand nombre de jeunes diplômés, leur laisser l’option de revenir et attirer l’intelligence mondiale.

Ce n'est pas moins évident dans la consolidation des PME plus matures.

Une entreprise ne peut pas avoir de stratégie de croissance externe sans beaucoup de fonds propres et de dette stable. Si ce n'est pas une industrie financière forte locale qui s'implique, ne risquons-nous pas de voir les PME françaises être plutôt des cibles que des consolidateurs ? Est-ce que les conséquences pour l'emploi, à la fois des forces de production, mais aussi des états-majors n'en seront pas dramatiques ?

L'incidence d'une industrie financière locale du financement du "*small and mid*" est prépondérante sur le maintien de la création d'emplois en France.

**Le risque de délocalisation porte aussi à présent
sur les états-majors et la R&D des PME.**

Disposons-nous des compétences ?

La compétence du savoir-faire local n'est pas en cause

L'industrie financière française du financement des PME est à la hauteur. Ses racines puisent dans une industrie française de l'asset management de premier plan et dans un système bancaire parmi les plus robustes d'Europe. Elle a bénéficié d'un soutien régulier des pouvoirs publics, tout particulièrement à travers la CDC et Bpifrance.

L'industrie française de la gestion est puissante et reconnue pour toutes ses composantes : gestion monétaire, gestion obligataire, gestion action sous toutes ses formes : *large cap* et *small cap*, locale et internationale, indicielle ou conviction, etc. Il n'y a aucune raison technique pour que le financement des PME cotées ne bénéficie pas de ce savoir-faire.

Statistiquement, l'industrie financière française du Private Equity est la deuxième en Europe : il y a largement les compétences pour financer en Private Equity les PME non cotées.

Par ailleurs, la place de Paris a très bien su accompagner une tendance récente : l'émergence des fonds de Private Debt.

Mais la délocalisation de compétences financières s'est déjà produite !

Des pans entiers de l'industrie financière se sont délocalisés au cours des dernières années :

- les salles de marché sont à Londres ;
- la gestion alternative est largement à Londres ou en Suisse ;
- le LBO large cap est prédominant à Londres ;
- une part croissante de la gestion administrative et juridique des fonds en Europe est délocalisée au Luxembourg ;
- une partie de la gestion de fortune a suivi sa clientèle en Suisse, en Belgique et au Royaume-Uni ;
- le nombre de PME cotées en France s'est réduit fortement jusqu'à très récemment.

On peut souligner deux choses :

1) La délocalisation des compétences financières n'est pas due à la compétence ou au prix

Les comptables, les services-titres, les avocats, les experts comptables luxembourgeois ne sont ni meilleurs, ni plus rapides, ni moins chers que leurs homologues français. Les salles de marché aiment toujours autant les jeunes diplômés français qui sont recrutés à la sortie de nos meilleures écoles et universités par Londres. Les gestionnaires de gros patrimoine ne sont pas moins performants à Paris qu'ailleurs.

2) Ce sont des emplois perdus

Autant il peut apparaître illusoire de faire un jour revenir en France les emplois de l'industrie textile délocalisée en Asie ou au Maghreb, autant il est dommage d'avoir perdu autant d'emplois de comptables, de juristes, d'experts, de gestionnaires et de spécialistes par l'expatriation inutile et dangereuse de pans entiers de l'industrie financière. C'est ce même constat qui a conduit l'AMF et l'AFG à lancer en 2016 l'initiative FROG, pilotée par Didier Le Ménestrel, pour que Paris demeure un centre financier incontournable. Elle a conduit à prendre 7 mesures pour renforcer le développement de la gestion française à l'international.

L'ambition de l'AFG n'est pas seulement de conserver à Paris
une expertise efficace de financement des PME.

**La France doit ambitionner de devenir
le centre du financement des PME en Europe.**

Sans mobilisation de l'épargne locale, aucune chance !

Les fragilités sont identifiées

L'épargne française est abondante, mais elle souffre de deux travers :

1) Elle est sur-réglémentée

De nombreux investisseurs institutionnels n'ont pas investi dans le financement des PME tout simplement parce que la réglementation ne leur permettait pas de le faire. Ce n'est que très progressivement que les choses changent, mais cela ne va pas assez vite. Et les effets de seuil perdurent : lorsqu'on fixe (sans aucune justification convaincante) un maximum à, par exemple, 5 %, la plupart des institutions réglementées vont s'arrêter à 2 % - 3 %. Même lorsqu'on supprime progressivement ces ratios.

Dans la culture des responsables de gestion, des directeurs financiers et des conseils d'administration et aussi des autorités de tutelle, il est profondément ancré que « financer les PME, c'est dangereux ». Un exemple récent le démontre encore avec un projet de décret sur les règles d'investissement des caisses de retraite complémentaire. Les caisses de retraite sont des investisseurs importants en France. Or le projet de décret, s'il reste rédigé tel quel, leur interdira de fait d'investir dans les PME via des fonds de capital investissement⁽³⁾ !

⁽³⁾ En effet, selon le projet de décret, si les caisses de retraite peuvent investir dans des fonds mutualisés prenant la forme d'OPCVM ou de FIA (comprenant les FCPR, FPCI et FPS), il faut que l'actif de ces fonds ne comprenne pas plus de 20 % de titres de capital d'un même émetteur (idem pour les créances). Cette limite de 20 % soulève plusieurs difficultés. Elle ne prend pas en compte le mode de fonctionnement des fonds dédiés au capital investissement (levées de fonds, investissement, désinvestissement, liquidation) et est inapplicable si les fonds sont des investisseurs majoritaires dans la PME.

2) La régulation privilégie la liquidité

L'action des pouvoirs publics a façonné l'épargne d'une manière très originale au cours des années. L'épargne des Français a plutôt un comportement à long terme, mais la réglementation la rend exigible à tout moment :

- de nombreux contrats d'assurance-vie ont plus de 8 ans ;
- de nombreux PEE ont plus de 5 ans ;
- de nombreux PEA ont plus de 5 ans ;
- les livrets A durent longtemps, mais sont toujours exigibles ;
- il n'y a que très peu d'épargne retraite.

3) Certaines règles européennes amplifient le déficit d'épargne investie en PME/ETI

- Les règles des UCITS interdisent d'investir dans des fonds de capital investissement ou des fonds de dette.
- Le régime des aides d'État restreint les incitations fiscales possibles en faveur de l'investissement des particuliers dans les PME.
- Les règles de solvabilité des sociétés d'assurance pénalisent l'investissement au capital des PME, y compris à travers des fonds diversifiés en leur associant une charge en capital de 49 %.

4) La fiscalité ? Le coup de grâce !

Le coup de grâce vient de la fiscalité qui n'a aucune corrélation entre la durée d'engagement, le risque pris et l'utilité macro-économique. Un épargnant qui choisit de financer une PME française va par essence le faire sur une durée longue, en prenant un certain niveau de risque et en contribuant à la dynamisation du tissu local et de l'emploi : il a de fortes chances d'avoir moins d'incitations fiscales au titre de l'impôt sur le revenu que le cinéma ou les monuments historiques et s'il ne rentre pas dans le cadre très strict de l'ISF PME, d'être moins bien traité à l'ISF que les œuvres d'art ou les voitures de collection et d'être plus taxé que les forêts ou l'assurance-vie au moment de sa succession !

Il est donc urgent de prendre des mesures pour inverser la tendance et réorienter en partie les placements des investisseurs institutionnels et des ménages vers les PME et ETI françaises. Elles seront bénéfiques pour l'emploi et la croissance. Ces placements permettront aussi de retrouver du rendement à long terme, là où les placements traditionnels en produits de taux souffrent de leur niveau historiquement bas.

Les Français sont des épargnants réguliers et fiables. Il est devenu intolérable que leur épargne soit à ce point sous-allouée au financement des PME.

Rien ne sera possible sans une meilleure utilisation de la capacité d'épargne des Français vers les PME et les créations d'emplois que leur croissance représente.

“Wall of shame” du financement des PME

Exemples d'incohérences de traitement fiscal

M. Dupont a un ami d'enfance qui a créé une entreprise en 2005 et qui a besoin d'une augmentation de capital pour financer le lancement d'un nouveau produit (nouvelles machines-outils, nouvelles embauches). M. Dupont investit dans la PME de son ami. A-t-il bien fait ? Ses voisins et amis en doutent :

- Le voisin de M. Dupont a investi la même somme dans une forêt ; celle-ci sera mieux traitée en droits de succession.
- La sœur de M. Dupont achète une œuvre d'art ; elle ne sera pas taxée à l'ISF alors que l'investissement de M. Dupont le sera, si la PME de l'ami d'enfance de M. Dupont atteint 251 salariés.
- M. Lecontrat a investi dans un contrat d'assurance-vie en euros car il préfère que son capital soit garanti ; il bénéficiera d'une meilleure fiscalité sur ses plus-values que M. Dupont et de droits de succession réduits.
- M. Duchateau a investi dans une opération Monuments Historiques ; ses héritiers seront totalement exonérés de droits de succession contrairement à ceux de M. Dupont.
- Mme César a investi dans une opération Girardin et dans une Sofica ; elle a bénéficié de réductions d'impôts sur le revenu supérieures à M. Dupont.
- La cousine de M. Dupont a ouvert un PEA et a demandé à son banquier d'acheter des actions du CAC 40 (il n'y a pas augmentation de capital donc pas d'investissement supplémentaire ni d'embauche) ; elle ne payera pas d'impôt sur les plus-values, contrairement à M. Dupont.

Le groupe d'assurance “Profrance” a investi 1 % de ses réserves dans un programme répondant aux critères France Investissement édictés par Bpifrance afin de financer la croissance de PME créant des emplois en France. C'est dans la droite ligne d'une stratégie d'investissement que cet assureur poursuit depuis des décennies et qui a généré d'excellentes performances dans la durée. Il doit respecter la réglementation Solvency 2 et allouer des fonds propres en face de son investissement, soit 39 % du montant.

Le groupe d'assurance “Prodette” a investi plusieurs centaines de millions d'euros, voire même plusieurs milliards d'euros dans des emprunts grecs et il a perdu beaucoup d'argent. Il décide d'investir à nouveau dans la dette d'un État européen. Il s'agit d'un État dont la dette ne fait que croître, dont les impôts ne peuvent plus augmenter, dont les dépenses budgétaires ne cessent de croître et dont la rémunération n'a jamais été aussi basse. Pourtant, la réglementation Solvency 2 ne lui demande pas d'allouer de fonds propres en face de son investissement.

Partie 2. État des lieux du financement des PME-ETI en France

Le tissu productif français se caractérise notamment par un petit nombre de grandes entreprises, essentiellement des grands groupes internationaux, et par un grand nombre de PME, voire de micro-entreprises.

Sur 3,8 millions d'entreprises, seulement 5 600 ont plus de 250 salariés (entreprises de taille intermédiaire – ETI et grandes entreprises). Les PME représentent près de la moitié des emplois en France.

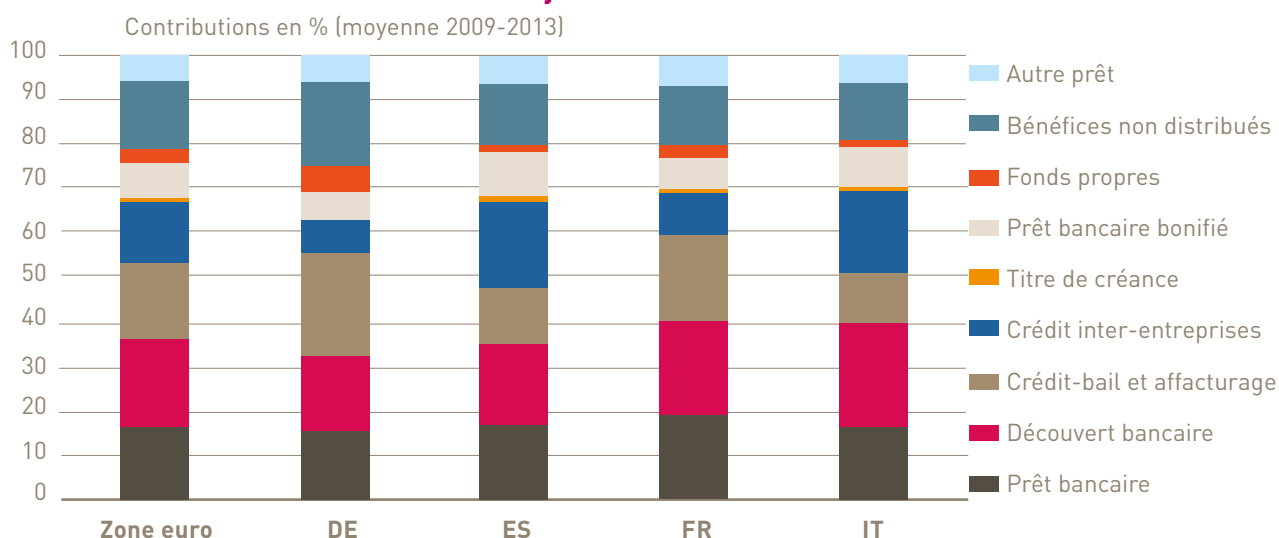
| | Part dans l'emploi | Part dans la valeur ajoutée |
|-------------------------------|--------------------|-----------------------------|
| PME (- de 250 salariés) | 47 % | 44 % |
| ETI (de 250 à 5 000 salariés) | 24 % | 24 % |
| Grandes entreprises | 29 % | 32 % |

<http://www.economie.gouv.fr/vous-orienter/entreprise/panorama-entreprises-francaises-2016>

Par ailleurs, la France souffre d'un déficit d'ETI – elles ne sont que 5 300 – comme si les PME n'arrivaient pas à grandir. De nombreux rapports, parmi lesquels le rapport Gallois, ont d'ailleurs souligné ce problème pour la compétitivité française et la création d'emplois. Nous n'arrivons pas à faire croître nos entreprises et à transformer nos PME en ETI.

D'autre part, l'Observatoire du Financement des Entreprises de 2015 met en relief dans son *“Rapport sur le financement des PME et ETI en croissance”* que le développement des entreprises passe essentiellement par la mobilisation des différents leviers de financement à court, moyen, et long-terme. Dans ce contexte, les financements proposés par les banques viennent essentiellement couvrir la trésorerie des entreprises et leurs besoins à moyen terme avec des prêts bancaires dont la maturité est en général comprise entre 5 et 7 ans. La satisfaction d'une demande de financement à plus long terme passe donc nécessairement par des instruments de financement différents, et plus particulièrement le financement en capitaux propres.

Utilisation des instruments financiers par les PME dans certains pays de la zone euro, moyenne 2009-2013



Le graphique ci-dessus met en évidence un recours aux fonds propres et quasi fonds propres (bénéfices non distribués) plus élevé en Allemagne qu'en France.

Source : Bpifrance.

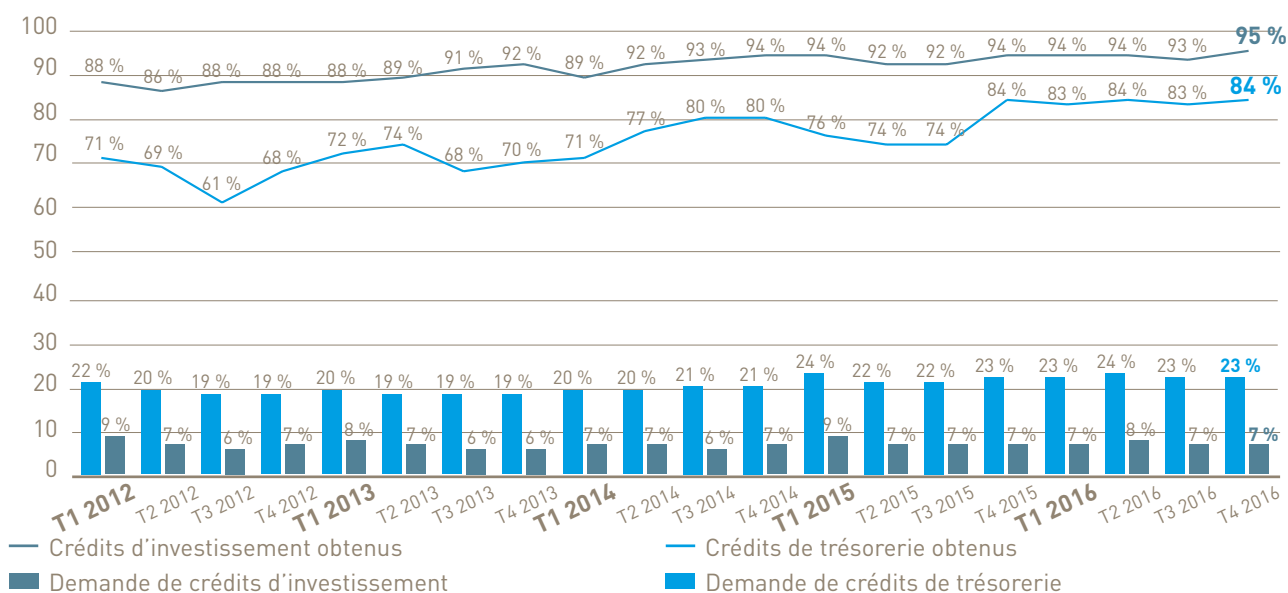
1. Les besoins en financement des PME et ETI paraissent couverts à première vue

La quasi-totalité des demandes de crédit en France sont satisfaites...

Le crédit bancaire a su se maintenir à un rythme de croissance relativement soutenu, et ce malgré la crise de 2008 et la courte période de décroissance qui y a fait suite entre le second semestre 2009 et le premier semestre 2010. Depuis, l'encours de crédit a repris sa croissance, à un rythme toutefois moins soutenu qu'auparavant. En effet les différentes enquêtes de l'accès des PME au crédit ont pointé du doigt une faible demande de la part des petites et moyennes structures, et qui évolue peu depuis la fin 2012, en raison notamment d'une activité en perte de vitesse sur cette période, et du manque de dynamisme de l'investissement.

...mais la demande de nouveaux crédits reste faible

Demande et accès des PME au crédit en France



Source : Séries statistiques BDF, enquêtes trimestrielles auprès des entreprises.

<http://www.banquefrance.fr/files/A92JFJ/Financement-PME-premiere-priorite-strategique-banques-francaises-22032017.pdf>

Les statistiques de la Banque de France montrent que de 2012 à 2016 la demande de crédit est restée faible : moins d'un quart des PME interrogées ont fait une demande de nouveau crédit. Tout type de crédit confondu, plus de 8 PME sur 10 ont vu leurs demandes satisfaites. Même si, suite à la crise, les banques ont clairement adopté un comportement plus prudent en termes d'octroi de crédit, les différentes études montrent que, globalement, les PME françaises n'ont pas souffert d'un rationnement marqué du crédit. L'essentiel de la faible distribution du crédit bancaire s'explique plutôt par une faible demande.

Une fois le constat établi, il est nécessaire de s'interroger sur les raisons d'une demande aussi faible de la part des dirigeants de PME. Sur ce point, les avis divergent. Les PME s'autocensurent-elles de crainte de se voir refuser un crédit ? Il est sans doute nécessaire de différencier le cas des PME à forte croissance des autres PME.

Ainsi dans son enquête sur l'accès au financement, l'INSEE démontre que les entreprises à forte croissance sont proportionnellement plus nombreuses à rechercher un financement, en particulier celles du secteur des Technologies de l'Information et de la Communication (TIC).

D'autre part, le baromètre KPMG-CGPME, qui réalise une étude trimestrielle auprès des dirigeants de PME françaises employant entre 10 et 500 salariés, fournit des chiffres relativement différents de ceux de la Banque de France. En effet, selon les résultats publiés au mois d'avril 2016, 51 % des dirigeants auraient actuellement au moins un besoin de financement, dont 34 % pour les besoins de financement de l'investissement, et 29 % pour les besoins de financement d'exploitation (trésorerie). 26 % de ces mêmes dirigeants déclarent se restreindre dans leurs investissements et leurs demandes de financement en raison de difficultés d'accès au crédit, et au moment d'être interrogés sur les exigences des banques, 69 % déclarent avoir subi au moins une mesure de durcissement, parmi lesquelles on retrouve les délais d'attente (18 %), les frais élevés et les montants plus faibles que souhaités (38 %), ainsi que les demandes de garanties supplémentaires (36 %).

2. Cette situation n'est cependant pas satisfaisante : les PME et ETI n'ont pas les financements adaptés à leurs besoins de croissance

2.1. Les banques continueront de jouer un rôle prédominant mais qui risque de s'amenuiser suite aux accords de Bâle 3

L'offre de financement bancaire est en mutation progressive, dans le cadre de la mise en œuvre de la réglementation prudentielle bancaire, Bâle 3⁽⁴⁾, qui pourrait entraîner une certaine contraction des crédits aux PME / ETI, via une plus grande sélectivité et une difficile adaptation des maturités et des tailles de financement aux besoins nouveaux des PME et ETI.

Dans les années à venir, la mise en œuvre des ratios de liquidité de Bâle 3 pourrait entraîner des évolutions du comportement des banques vis-à-vis des entreprises qui pourraient chercher à attirer les dépôts stables et à modérer le rythme des crédits distribués, dont les conditions seraient durcies : réduction des maturités, plus grande sélectivité, élargissement des syndications pour diversifier les risques...

2.2. Certains besoins de financement ne sont aujourd'hui pas couverts par les banques

Les banques financent essentiellement les projets dits "asset-based" pour réduire leur risque.

On constate en effet une insuffisance de l'offre sur des segments pourtant essentiels à une stratégie de croissance et de compétitivité :

- l'innovation et les actifs immatériels sont insuffisamment couverts par le secteur bancaire, principalement en raison de l'incertitude liée aux projets, et de l'absence d'actifs réels sur lequel asseoir une garantie ;
- l'internationalisation et la croissance externe ne peuvent bien souvent pas être financées par de la dette, alors qu'il s'agit d'un besoin primordial pour la compétitivité française, dans un contexte où les entreprises doivent se développer sous peine de se voir elles-mêmes devenir des cibles de consolidation pour leurs concurrents internationaux. Le financement

⁽⁴⁾ Bâle 3 est le troisième des accords de Bâle, dont le but est de mettre à jour les règles définissant la quantité de capital minimum avec lequel les banques doivent se financer, et dont l'objectif principal est d'améliorer la stabilité du système financier, afin de réduire la probabilité et la gravité des crises futures.

de l'export a également souffert d'une baisse des encours suite à la crise financière de 2008, avec des entreprises exportatrices qui ont été confrontées soit à un renchérissement des financements, soit à l'impossibilité même de se voir accorder un crédit ;

- enfin l'offre bancaire se concentrant sur des crédits à maturités comprises entre 1 et 7 ans, il existe un réel besoin de financements à maturités plus longues et non-amortissables (remboursement *in fine*) afin d'accorder aux entreprises des délais suffisants à leur développement, ainsi que pour réduire le risque de refinancement.

2.3. D'autres formes de financement en dette se développent en parallèle

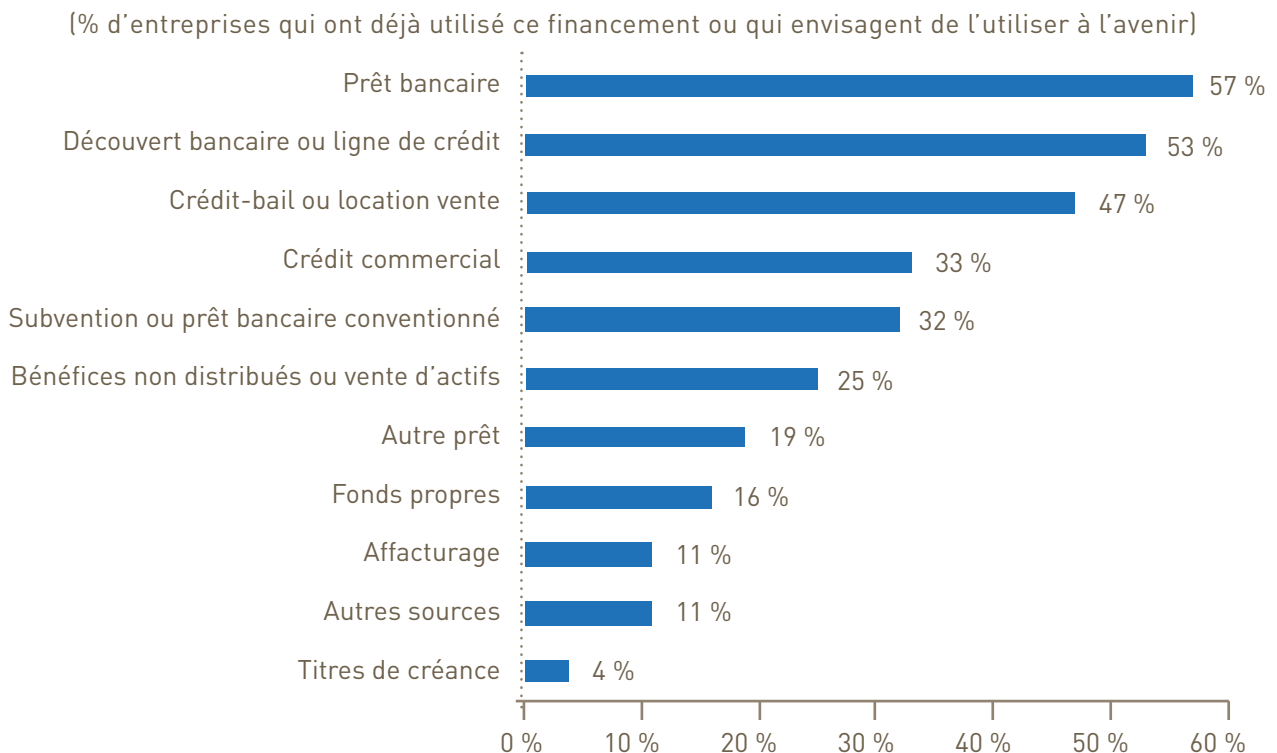
Contrairement aux États-Unis où le financement des entreprises est dominé par les financements de marché, en France, comme en zone euro, le crédit bancaire est la source principale. Ce constat recouvre néanmoins des situations disparates selon la taille des entreprises, reflétant des capacités d'accès au marché hétérogènes.

Pour les grandes entreprises, le financement bancaire est minoritaire. Il représente 18 % de la dette des sociétés du SBF 120 en 2015 contre 25 % en 2011, tandis que pour les sociétés du CAC 40, il est descendu à 14 % en 2015 contre 21 % en 2011 (*Banque de France, base Fiben, juillet 2014*). Elles bénéficient en effet de sources alternatives de financement (obligations et autres titres de créances négociables) leur offrant des avantages complémentaires en matière de coût, de durée, de profil de remboursement et de diversification.

Le mouvement de "désintermédiation bancaire" profite ainsi aujourd'hui essentiellement aux grandes entreprises ainsi qu'aux "grosses ETI".

Les PME, et dans une moindre mesure les ETI, recourent très majoritairement au financement bancaire, respectivement pour 96 % et 71 % de leur financement, tant pour leurs besoins de trésorerie que pour leurs besoins de financement à moyen et long termes. Ce mode de financement s'avère dans la majorité des cas très compétitif du point de vue du coût.

Importance de différents types de financements pour les PME



Source : Enquête de la BCE/CE sur l'accès des entreprises aux financements, 2014, UE-28.

Les petites et moyennes entreprises sont donc aujourd’hui très dépendantes du secteur bancaire.

En termes de conditions financières, les PME françaises bénéficient de conditions favorables. En France, les taux moyens de nouveaux crédits aux PME se situent à 1,97 %, ce qui est inférieur à la moyenne des taux pratiqués dans la zone euro sur les crédits nouveaux aux PME qui est à 2,65 % en décembre 2015. L’Allemagne, l’Italie et l’Espagne se situent respectivement à 2,63 %, 2,69 % et 3,03 %.

Source : BCE –Taux d’intérêts pratiqués par les IFM dans la zone euro (08/02/2016).

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.

Les ETI d’une taille suffisamment importante recourent de façon croissante aux emprunts obligataires dont la part est passée de 6,5 % en 2008 à 13 % en 2013, ce qui constitue une mutation significative dans leur mode de financement (Bpifrance).

La désintermédiation pourrait s’accroître, portée par le contexte de taux restant bas

La baisse des taux a entraîné une perte de revenus, ainsi qu’une baisse de rendements conséquentes pour l’ensemble des investisseurs, et notamment les investisseurs institutionnels, qui depuis 2007 ont renforcé leur portefeuille d’obligations corporate, qui représentent environ les deux tiers des portefeuilles obligataires globaux. D’autre part la réduction drastique de leurs investissements en actions ainsi que leur réticence vis-à-vis du capital-investissement et des *small-cap* leur laissent très peu d’alternatives.

De nouvelles offres de financement voient le jour et connaissent un fort développement

L’offre de financement est en profonde mutation avec des conséquences attendues sur les volumes de crédits distribués et l’arrivée de plus en plus importante d’investisseurs institutionnels sur des compartiments de marché en forte croissance comme les placements privés élargis aux PME, les marchés obligataires dédiés aux PME, les fonds obligataires PME, etc.

Ce processus de “désintermédiation” est aujourd’hui plus profond et la nécessité de réduire leurs bilans incitent les banques à réorganiser leurs activités de financement et à jouer un nouveau rôle dans le processus de financement des PME/ETI. En effet, les banques se présentent de plus en plus comme les partenaires opérationnels (structuration, exécution, fenêtre de tir, bridge, etc.) des entreprises, à la recherche d’une diversification de leurs financements.

La nouvelle cartographie des sources de financement des entreprises en Europe établie par l’*Association for Financial Markets in Europe* (AFME) montre très clairement que les PME/ETI se financent de plus en plus par de nouveaux modes alternatifs : financement structuré, placement privé, produits de titrisation, etc. Ce processus est soutenu par les acteurs bancaires, dont le rôle a évolué vers des partenaires opérationnels des entreprises pour la structuration, l’accompagnement sur les marchés, des entreprises à la recherche d’une diversification de leurs financements, mais aussi des créanciers investisseurs.

2.4. Les financements en capitaux propres demeurent insuffisants

Les investisseurs institutionnels, au niveau mondial, sont à la recherche de rendements, ce qui signifie que dans un environnement de maintien de taux d’intérêt bas, ils privilégieront des classes d’actifs de plus en plus risquées.

En outre, en Europe, dans le contexte de mise en œuvre de Solvabilité 2, il est important de rappeler que contrairement aux investisseurs américains et japonais, très engagés dans le financement direct des entreprises via le marché obligataire, les placements privés ainsi que la titrisation, les assureurs européens ne sont encore que très marginalement présents dans le financement direct des PME / ETI.

Parmi les initiatives engagées on retiendra bien sûr la création des fonds NOVA, NOVO et NOVI, respectivement en 2012, 2013, et 2014 par la Caisse des Dépôts et Consignations, en partenariat avec plusieurs sociétés d'assurance.

Il est nécessaire de souligner l'importance de cette initiative menée par la CDC pour le financement de l'économie. Les fonds NOVA, NOVO et NOVI constituent une expérience inédite en Europe, et témoignent de la volonté d'une meilleure allocation de l'épargne au financement des PME et ETI. Néanmoins les montants levés restent limités au regard des besoins qui nécessiteraient un engagement plus prononcé de la part des sociétés d'assurance, afin de compenser les limites d'autres investisseurs institutionnels, trop souvent contraints malheureusement par des réglementations contreproductives.

2.5. Le financement des PME passe également par des acteurs privés spécialisés

a. Le Capital Investissement (ou Private Equity)

Le capital investissement est une ressource financière et économique essentielle aux entreprises françaises, aux côtés des emprunts bancaires ou des financements privés. C'est la quatrième forme d'actionnariat des entreprises à côté de l'actionnariat boursier, de l'actionnariat familial et de l'actionnariat industriel.

En 2015, le capital investissement français a accompagné un stock de 6 488 entreprises. Ces entreprises ont pour caractéristiques d'être basées en France à 89 % (8 % en Europe et 3 % dans le reste du monde). 74 % sont des PME (24 % des ETI, 2 % des grandes entreprises).

Les entreprises françaises accompagnées par le capital investissement français emploient 1,373 millions de salariés au 31 décembre 2015. Elles ont créé plus de 256 000 emplois nouveaux de 2010 à 2015 et 50 000 en 2015.

Présent dans tous les secteurs d'activité, le capital investissement français est un très fort accélérateur de croissance dans le numérique, la santé, l'énergie et les télécommunications.⁽⁵⁾

b. Les FCPI et les FIP

Indispensables au financement des entreprises innovantes et de proximité, les fonds communs de placement dans l'innovation – FCPI et les fonds d'investissement de proximité – FIP ont levé 967 millions d'euros en 2016. Malgré des résultats en amélioration depuis 3 ans, les niveaux restent nettement inférieurs à 2008 : - 18 % pour la collecte, - 21 % pour le nombre de souscripteurs. Ces véhicules ne pourront voir leur potentiel augmenté qu'avec une fiscalité incitative et cohérente au titre de l'ISF et de l'IR sur les investissements des particuliers dans les FIP et les FCPI.

⁽⁵⁾ Source AFIC.

Synthèse des levées de capitaux par les FCPI et FIP

| Au titre de la collecte de l'année | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Nombre de sociétés de gestion | 33 | 39 | 39 | 39 | 35 | 34 | 34 | 34 | 31 |
| Nombre de souscripteurs | 145 000 | 156 000 | 127 000 | 92 000 | 85 000 | 90 000 | 97 000 | 99 000 | 114 000 |
| Montant moyen des souscriptions | 8 140 € | 6 180 € | 7 000 € | 8 180 € | 7 620 € | 7 740 € | 7 930 € | 8 740 € | 8 500 € |
| Montants totaux collectés (tous millésimes) | 1 180 M€ | 963 M€ | 894 M€ | 757 M€ | 646 M€ | 699 M€ | 773 M€ | 861 M€ | 967 M€ |
| • FIP | 588 M€ | 460 M€ | 418 M€ | 388 M€ | 356 M€ | 381 M€ | 439 M€ | 490 M€ | 557 M€ |
| • FCPI | 592 M€ | 502 M€ | 476 M€ | 369 M€ | 290 M€ | 318 M€ | 334 M€ | 371 M€ | 410 M€ |
| Nombre de véhicules ayant levé | 87 | 115 | 121 | 123 | 106 | 70 | 76 | 80 | 73 |
| • FIP | 46 | 65 | 65 | 64 | 58 | 36 | 42 | 46 | 45 |
| • FCPI | 41 | 50 | 56 | 59 | 48 | 34 | 34 | 34 | 28 |
| Montants totaux collectés (tous millésimes) | 1 180 M€ | 963 M€ | 894 M€ | 757 M€ | 646 M€ | 699 M€ | 773 M€ | 861 M€ | 967 M€ |
| • IR | 584 M€ | 608 M€ | 605 M€ | 445 M€ | 373 M€ | 363 M€ | 378 M€ | 416 M€ | 451 M€ |
| • ISF | 596 M€ | 355 M€ | 289 M€ | 312 M€ | 273 M€ | 336 M€ | 395 M€ | 445 M€ | 516 M€ |
| Nombre de véhicules ayant levé | 87 | 115 | 122 | 123 | 106 | 70 | 76 | 80 | 73 |
| • IR | 59 | 65 | 78 | 61 | 48 | 30 | 26 | 23 | 23 |
| • ISF | 28 | 50 | 44 | 29 | 10 | 8 | 9 | 8 | 7 |
| • IR-ISF | - | - | - | 33 | 48 | 32 | 41 | 49 | 43 |

Source : AFIC / AFG.

c. Le Placement privé, Euro PP

L'Euro Private Placement a été créé en France sur le modèle du *Schuldschein* allemand. Les placements privés permettent à une entreprise (ou une collectivité publique) de s'endetter à moyen/long terme sans avoir recours au crédit bancaire. Elle s'endette auprès d'un ou plusieurs investisseurs sans faire appel au marché (placement "privé" par opposition à "coté"). Une charte a été établie en 2014 par les acteurs de la Place pour proposer un cadre non contraignant des pratiques essentielles au développement des Euro PP.

Plus simples à mettre en place qu'un emprunt obligataire classique, ils s'adressent à des ETI plutôt qu'à de grandes entreprises. Les ETI diversifient ainsi leurs sources de financement, aux côtés d'emprunts bancaires classiques.

Les montants levés par entreprise sont de plusieurs dizaines de millions d'euros.

Le marché du placement privé a connu un fort développement de 2012 à 2015 où les Euro PP ont atteint un record de 8,6 milliards d'euros pour 109 opérations (*source Dealogic*). En 2016, les émissions ont cependant baissé de 40 % du fait du coût particulièrement faible du crédit bancaire et de la concurrence des emprunts allemands *Schuldschein*.

d. Le financement participatif (ou crowdfunding)

Le financement participatif ou crowdfunding s'adresse généralement à de très petites entreprises ou des projets spécifiques (notamment immobiliers) qui se financent auprès d'internautes grâce à des plateformes de financement participatif. Les fonds sont généralement levés auprès d'un grand nombre de contributeurs pour des montants relativement faibles. Ce nouveau phénomène de société a pu se développer notamment grâce à l'essor d'internet et des réseaux sociaux.

Les plateformes bénéficient d'une réglementation spécifique depuis 2014, adaptée à leur activité, qui allègent certaines contraintes s'appliquant aux acteurs plus classiques.

On peut distinguer trois types de plateformes de crowdfunding selon le type de financement qu'elles proposent : le don, le prêt et la souscription de titres (actions ou obligations).

De 2014 à 2016, le crowdfunding a connu une forte croissance, atteignant 234 millions à fin 2016 – soit une progression de 40 % par rapport à 2015 – dont 38 % sous forme de prêts, 31 % sous forme de dons et 31 % en investissement en capital. Environ 21 400 projets ont été financés par 2,6 millions de personnes, principalement les 35-49 ans, voire les 50-64 ans pour les financements en capital. Pour ces derniers, l'investissement moyen atteint 6 500 euros par personne.

En mettant directement en contact les particuliers et les entreprises par le biais d'un modèle de communication attractif, la possibilité est offerte à tout investisseur de choisir lui-même l'entreprise dans laquelle il veut investir.

Cependant ce modèle présente des limites. D'une part, les perspectives de gain présentés quelques fois aux internautes sont exagérées, d'autre part, les investisseurs sélectionnent souvent les projets sur la base de critères plus émotionnels que rationnels.

e. Les Business Angels

Les Business Angels sont des investisseurs particuliers qui interviennent dans la phase de démarrage, ou d'amorçage (*early stage*) d'une entreprise innovante et à fort potentiel de croissance. En plus de fournir le financement nécessaire à la réalisation du projet, ils vont également mettre à profit leur expertise ainsi que leur réseau professionnel, afin de soutenir les jeunes entrepreneurs dans la réalisation de leurs projets. Les entreprises ciblées par ces investisseurs particuliers ont généralement moins de 7 ans, et la durée de la participation est fixée à un horizon d'au moins 10 ans, ce qui permet aux Business Angels d'accompagner l'entreprise dans toutes les étapes de son développement, avec pour objectif de réaliser un retour sur investissement.

L'association France Angels regroupe 10 000 Business Angels en France. En 2015, ils ont apporté 41 millions d'euros pour un montant de 143 000 euros par entreprise financée.

Néanmoins la situation des Business Angels en France n'est pas aussi favorable que dans d'autres pays, notamment les pays anglo-saxons tels que les États-Unis et le Royaume-Uni, où le rôle joué par ces acteurs a permis la concrétisation des projets les plus improbables, et il s'agit notamment d'un des maillons de la chaîne de financement française qui aurait le plus besoin d'être consolidé afin de permettre à l'écosystème de produire plus d'entreprises innovantes et à fort potentiel de croissance.

f. Les fonds de prêts

Jusqu'à une époque récente, les organismes de placement collectif (OPC) français avaient la possibilité de faire de la sélection de créances, c'est à dire d'acquérir des créances sur le marché secondaire, mais pas d'octroyer des prêts (marché primaire).

Le lancement du débat en France sur la possibilité pour un fonds d'octroyer des prêts a pour origine le règlement européen 2015/760 du 29 avril 2015 relatif aux fonds européens d'investissement à long terme (dits "ELTIF"), entré en vigueur le 9 décembre 2015.

Ce règlement a été décliné aux FPS (fonds professionnels spécialisés), FPCI (fonds professionnels de capital investissement) et OT (organismes de titrisation) par la loi de finances rectificative pour 2015.

Cependant, la loi ne se limite pas à rappeler que ces 3 catégories d'OPC « peuvent consentir des prêts » elle prévoit également l'octroi de prêt « dans des conditions fixées par décret en Conseil d'État ».

Il en résulte que la possibilité d'octroyer des prêts, pour les OPC français, va au-delà des fonds bénéficiant du label ELTIF en application du texte européen.

Dans cette lancée, la loi Sapin 2 a autorisé le Gouvernement à prendre par voie d'ordonnance les mesures « pour définir notamment les modalités et conditions dans lesquelles les FIA peuvent octroyer des prêts à des entreprises ». Cette ordonnance devrait sortir de la dénomination d'organismes de titrisation certains fonds de prêts, notamment les fonds de financement d'infrastructures et les fonds de prêts à l'économie afin de faciliter leur exportation.

Enfin, à côté du label ELTIF, il existe, ou va exister, d'autres labels applicables aux fonds investis en créances :

- Le label “Fonds de prêts à l'économie” ou FPE, créé par décret en 2013 : il ne s'agit pas d'une nouvelle catégorie d'OPC mais d'un label qui permet aux assureurs, aux mutuelles et aux institutions de prévoyance de bénéficier d'un traitement prudentiel de faveur lorsqu'ils investissent dans des organismes de titrisation ou des fonds professionnels spécialisés qui respectent les conditions prévues par l'article R. 332-14-2 du Code des assurances. Ces fonds détiennent à leur actif des créances correspondant à des financements octroyés à des personnes morales sous forme de prêts ou d'obligations.
- La certification STS pour “simple, transparente et standardisée” : souhaitant relancer la titrisation en Europe, la Commission européenne a lancé en février 2015 une consultation pour définir une titrisation certifiée “STS”. Cette consultation a abouti à un projet de règlement publié le 30 septembre 2015. Le calendrier initial a pris du retard et le vote devrait intervenir fin 2017.

On estime à environ 25 milliards la levée des fonds de prêts, dont 15 milliards ont déjà été investis. La moitié environ finance des PME-ETI.

g. La bourse des PME

Les *small* et *mid-caps* représentent 92 % du nombre total de sociétés cotées en Europe, mais seulement 20 % de la capitalisation boursière. Elles sont un peu plus de 4 800 PME et ETI. Sur ce marché globalement dominé par le Royaume-Uni (28 %), la part française est d'environ 12 %, avec des petites et moyennes valeurs réparties entre les compartiments B et C d'Euronext et Alternext.

Comme le souligne le *Panorama européen des petites et moyennes valeurs (La Financière de l'Echiquier – Middlenext)*, on observe en Europe une croissance du nombre d'entreprises cotées, grâce à l'introduction en bourse de nouvelles entreprises qui viennent quasiment exclusivement de pays autres que la Grande-Bretagne, la France et l'Allemagne.

Par ailleurs, globalement on observe un vieillissement des entreprises cotées en Europe, ce qui peut être un indicateur inquiétant de notre économie à innover et se renouveler.

Plusieurs initiatives ont été menées pour faciliter l'accès des PME françaises au marché grâce notamment à l'association Middlenext qui représente les petites et moyennes entreprises cotées.

Plus récemment, Euronext a créé sa filiale Enternext qui regroupe les compartiments B et C et Alternext pour faciliter la cotation des PME et ETI et accompagner les dirigeants souhaitant avoir accès à ces marchés. Un partenariat a été lancé avec Morningstar sur l'analyse financière des PME et ETI cotées. Une tarification incitative a été proposée aux brokers qui travaillent sur les PME.

Malgré tout, on ne peut échapper au constat selon lequel la bourse des PME en France ne présente pas les résultats escomptés, et ce pour plusieurs raisons. La première étant le manque de liquidité constaté sur ces marchés, dû notamment à la faible présence des investisseurs institutionnels. Les fonds NOVA ont été créés en 2012 pour dynamiser le marché, mais on peut se demander si les montants levés (161,5 millions d'euros) sont suffisamment importants pour faire la différence.

h. Le PEA PME

De nombreux outils ont été mis en place ces dernières années pour améliorer le financement des PME. Le PEA PME qui est une bonne initiative sert principalement de relais au financement des ETI, mais ne finance que très marginalement des PME et pas du tout les PME non cotées. Une des raisons de cette concentration sur le coté est l'impossibilité juridique de faire cohabiter dans un même fonds des titres cotés et des titres non cotés.

Les sommes collectées sur les PEA PME sont très faibles, de l'ordre de 500 millions d'euros depuis sa création. Il subit la concurrence des autres produits d'épargne, moins risqués.

De manière générale, l'investissement en actions de l'épargne française est très limitée. Elle se concentre sur les produits liquides et sans risque. Très peu de PEA classiques sont aujourd'hui au plafond de 152 000 € : son fonctionnement est assez complexe et plus contraignant que l'assurance-vie (un seul PEA par personne, obligation de liquider le plan en cas de retrait partiel avant 8 ans...).

Des aménagements devraient être faits afin de simplifier et renforcer le PEA et le PEA PME.

Partie 3. Exemples étrangers d'outils de financement des PME-ETI

1. Le Royaume-Uni

Le financement en capitaux propres des PME au Royaume-Uni repose sur deux dispositifs : les *Enterprise Investment Scheme* (EIS) et les *Venture Capital Trusts* (VCTs).

1.1. EIS, SEIS

Points clés :

Les EIS et SEIS (*Seed Enterprise Investment Scheme*) sont un ensemble d'avantages fiscaux visant à encourager l'investissement, respectivement dans les PME non-cotées, et les start-ups britanniques.

Il est possible d'investir annuellement jusqu'à £1 million dans une entreprise EIS et £100 000 dans une entreprise SEIS.

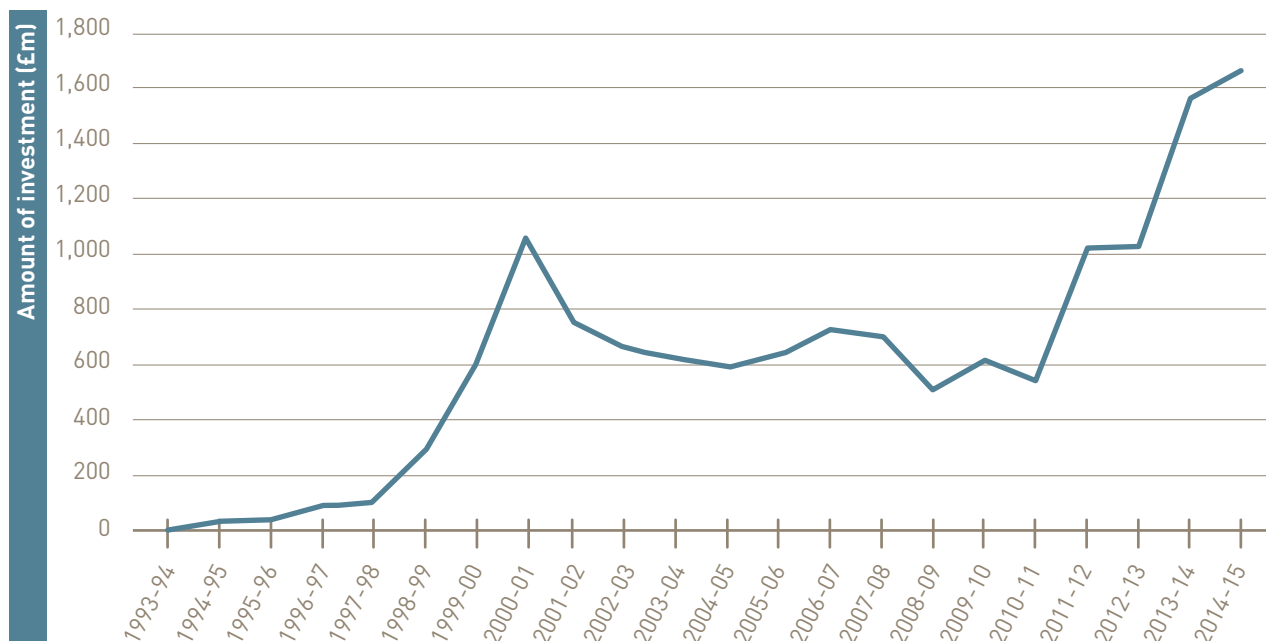
Les investissements en EIS et SEIS peuvent se faire en direct, ou via des fonds spécialisés proposant des offres de placement diversifiées.

Caractéristiques :

| | Enterprise Investment Scheme | Seed Enterprise Investment Scheme |
|---------------------|--|---|
| Bilan | Le total des actifs bruts de l'entreprise ne doit pas dépasser £15 millions | Le total des actifs bruts de l'entreprise ne doit pas dépasser £200 000 au moment de l'émission des actions. |
| Cotation | L'entreprise ne doit pas être cotée au moment de l'émission de ses actions. Dans le cadre de cette réglementation, les entreprises inscrites à l'AIM ne sont pas considérées comme cotées. | L'entreprise ne doit pas être cotée, ni sous le contrôle d'une autre entreprise. |
| Localisation | L'entreprise doit être résidente au Royaume-Uni, ou à défaut, avoir une activité permanente établie au Royaume-Uni. | L'entreprise doit être résidente au Royaume-Uni, ou à défaut, avoir une activité permanente établie au Royaume-Uni. |
| Effectif | L'entreprise doit présenter un effectif inférieur à 250 salariés. | L'entreprise doit présenter à son effectif moins de 25 salariés à temps-plein. |

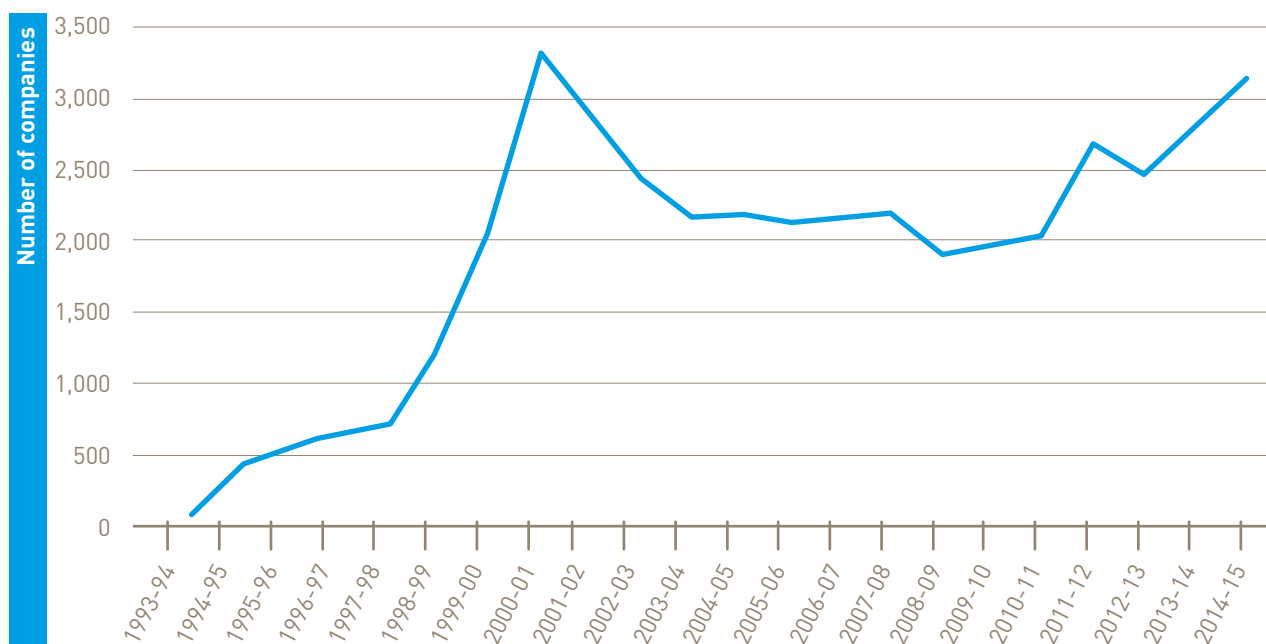
Depuis que les EIS ont été lancés en 1993, près de 23 000 entreprises en ont bénéficié et plus de £12,2 milliards ont été levés. En 2014-2015, sur un an, 3 265 PME ont levé un montant de £1,8 milliard.

Amounts of funds raised through EIS, 1993-94 to 2014-15 (Provisional)



Source : EIS1 forms.

Number of companies raising funds under EIS, 1993-94 to 2014-15 (Provisional)



Source : EIS1 forms.

Quant au régime SEIS, il a drainé 175 millions de £ en 2014-2015 pour 2 300 entreprises financées. Au total, EIS et SEIS ont drainé 2 milliards dans les PME du Royaume-Uni.

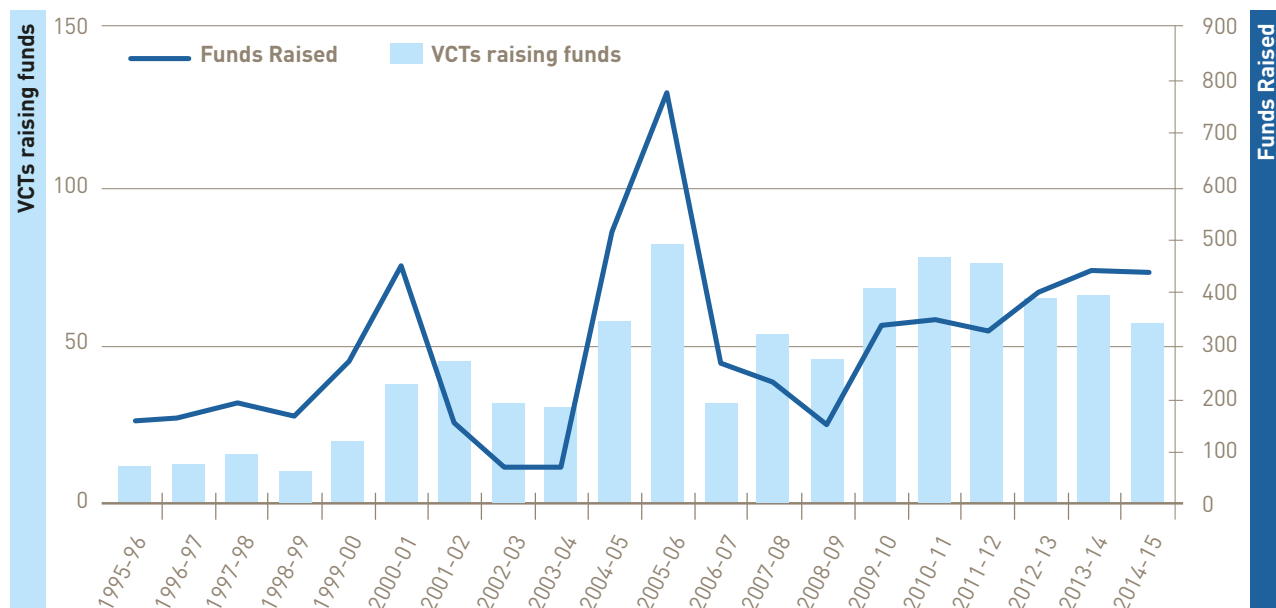
1.2. VCTs

Les VCTs (*Venture Capital Trusts*) sont des organismes de placement collectif, cotés à la bourse de Londres (*London Stock Exchange*), qui investissent dans des petites entreprises non-cotées. Le montant maximum qu'il est possible d'y verser atteint £200 000.

Durant l'exercice 2014/2015, la collecte des VCTs a atteint une valeur de £435 millions, pour 57 fonds.

Depuis que les VCT ont été introduits en 1995, ils ont levé près de £6 milliards.

Funds raised and number of VCTs raising funds by tax year (1995-96 to 2014-15)



1.3. Cadre fiscal des EIS, SEIS et VCTs

| | EIS | SEIS | VCT |
|---|---|--|--|
| Impôt sur le revenu | Réduction de l'impôt sur le revenu à hauteur de 30 % du montant investi dans la souscription d'actions nouvelles (investissement annuel maximum de £1 million). | Réduction de l'impôt sur le revenu à hauteur de 50 % du prix d'achat des actions souscrites (investissement annuel maximum de £100 000). | Réduction de l'impôt sur le revenu à hauteur de 30 % du montant investi dans la souscription d'actions nouvelles (investissement maximum de £200 000). |
| Impôt sur la plus-value de cession | Lorsqu'un investisseur détient des actions EIS pendant 3 ans, il est alors entièrement exonéré de l'impôt sur la plus-value de cession. | Lorsqu'un investisseur détient des actions SEIS pendant 3 ans, il est alors entièrement exonéré de l'impôt sur la plus-value de cession. | Tout investisseur en VCT est exonéré de l'impôt sur la plus-value de cession à hauteur du montant de l'investissement annuel maximum, soit £200 000. |
| Droits de succession | Allègement de 40 % | Allègement de 40 % | Pas de compensation sur les pertes. |

1.4. Le marché boursier des PME : AIM

Par ailleurs, le financement des PME britanniques en capital s'appuie aussi sur l'*Alternative Investment Market* (AIM) fondé en 1995. Environ 1 000 PME sont cotées sur l'AIM pour une capitalisation boursière de 80 milliards de £.

64 introductions en bourse ont été réalisées en 2016 dont 55 PME britanniques, avec une levée de fonds moyenne d'environ £4 milliards.

<http://www.londonstockexchange.com/statistics/historic/aim/aim-statistics-archive-2016/dec-16.pdf>

L'AIM a connu un rapide développement, tant en matière de nombre et de diversité des sociétés cotées, qu'en terme d'investisseurs institutionnels et particuliers présents sur le marché. Son succès repose sur un environnement réglementaire simplifié qui a été conçu spécialement pour les besoins des petites entreprises émergentes.

2. L'Allemagne

Le “Mittelstand” désigne l'ensemble des PME allemandes. L'Allemagne compte actuellement près de 360 000 PME dont 260 000 PME industrielles. Elles se répartissent de la manière suivante en fonction de leur nombre de salariés :

- de 1 à 9 salariés : environ 200 000
- de 10 à 49 salariés : environ 45 000
- de 50 à 249 salariés : environ 15 000
- de 250 à 499 salariés : environ 2 200

Source : *Institut für Mittelstand Bonn (IfM)*.

Dans tous les Länder allemands, il existe des programmes d'aide aux entreprises pour leur apporter des expertises notamment en matière de soutien à l'exportation ou de reprise d'entreprises.

Par ailleurs, les PME allemandes profitent de l'organisation décentralisée du système bancaire allemand, dans lequel les banques mutualistes locales, les caisses d'épargne et les banques régionales détiennent une part dominante du marché.

Pour affronter la pression de la concurrence mondiale, plus de 250 000 entreprises allemandes, travaillant dans près de 45 branches différentes, ont adhéré à quelques 400 associations d'entreprises. Les membres de ces groupements restent totalement autonomes, mais peuvent s'associer pour conquérir ensemble des positions sur les marchés mondiaux à l'instar des grandes entreprises. La coopération inter-entreprises est forte dans des domaines tels que les achats, le marketing, la logistique, les solutions informatiques et de télécommunication, le conseil, la formation ou le financement.

2.1. Les banques régionales

Une des forces du financement des PME et ETI allemandes repose sur les liens forts existant entre les banques régionales et les entreprises de leurs zones géographiques.

Une *Sparkasse* est une entité dédiée à une région déterminée. En principe, elle ne réalise pas d'opérations hors de sa zone géographique de compétence, sauf pour accompagner un client qui souhaite développer ses activités hors de cette zone. Compte tenu de cette contrainte, une caisse est en quelque sorte “mariée” à son environnement direct.

En cas de besoin, elle fera appel à sa Landesbank de rattachement, qui possède soit des antennes dans différents pays, soit des correspondants bancaires locaux. De toute manière, la *Sparkasse* adaptera ses services pour accompagner l'expansion de ces entreprises.

2.2. Le contrat “Schuldschein”

À côté de ce financement bancaire classique de proximité s'est développée une source alternative de financement, le Schuldschein.

Le Schuldschein est un “contrat de crédit” conclu directement entre un emprunteur (États, régions, collectivités, communautés, ou grandes entreprises) et un investisseur. L'opération se fait par l'intermédiaire d'une banque qui structure l'opération.

En échange d'un prêt à moyen ou long terme, l'emprunteur émet des titres négociables qui représentent une part de la créance de remboursement.

Régi par le droit allemand, le *Schuldschein*, historiquement, est d'abord essentiellement émis par des collectivités locales ainsi que des entreprises publiques. Ces dernières se sont par la suite progressivement retirées et ont laissé place aux entreprises qui ont trouvé dans le *Schuldschein* un moyen de financement avantageux et simplifié, notamment au niveau de la documentation, beaucoup moins contraignante que pour un emprunt obligataire.

Comparable à l'Euro PP, le *Schuldschein* ne prend toutefois pas la forme juridique des obligations mais des prêts. Le *Schuldschein* ne peut donc pas être coté sur un marché, contrairement à l'Euro PP qui présente une certaine souplesse entre un format obligataire et un format prêt.

Le *Schuldschein*, de par son ancienneté, propose un format bien rodé et une documentation totalement standardisée, comme l'EuroPP aujourd'hui.

Comme l'Euro PP, le *Schuldschein* est un mode de financement désintermédié s'adressant à des investisseurs institutionnels tels que les sociétés d'assurance.

3. L'Italie

En Italie, il existe un régime fiscal comparable à celui des FIP FCPI qui permet aux investisseurs particuliers de bénéficier d'une réduction d'impôt sur le revenu.

Fin 2016, le gouvernement Italien a décidé de donner un coup d'accélérateur à ces dispositifs. La loi de finances pour 2017 (*Legge di Bilancio*) a fortement renforcé les incitations :

- le taux de réduction a été porté de 19 % à 30 % ;
- le plafond a quant à lui été porté de 500 000 à 1 million d'euros. En cas de dépassement du plafond, il est possible de reporter la réduction impôt sur les trois années suivantes.

Cette incitation fiscale est accordée pour un investissement direct ou via des fonds d'investissement dans des PME innovantes ou sociales (OICR - *Organismi di investimento collettivo del risparmio*). Le délai de conservation des titres de PME a été porté de deux à trois ans.

Le dispositif initial qui était limité à la période 2013 à 2016 devient un dispositif permanent.

La loi a aussi dynamisé le *corporate venture* pour inciter les grandes entreprises à sponsoriser des start-up.

4. Les États-Unis

Aux États-Unis, les fonds de pension représentent en valeur plus de 80 % du PIB américain alors que l'épargne retraite représente moins de 10 % du PIB français.

L'impact est fort sur le financement des entreprises qui repose aux États-Unis largement sur l'épargne à long terme des Américains.

4.1. Étude d'un cas particulier : CalPERS

Le *California Public Employees' Retirement System* (CalPERS) est le plus grand fonds de pension public aux États-Unis, et joue un rôle important dans l'économie de la Californie, fournissant retraite et prestations de santé à plus de 1,8 millions d'employés publics, de retraités ainsi que leurs familles, et près de 3 000 employeurs.

Allocation & Market Value by Asset Class as of June 30, 2016

| Asset Class | Current Allocation | Interim Strategic Target* | Actual Investment (Billions) |
|-----------------------|--------------------|---------------------------|------------------------------|
| Growth | 60.8% | 61.0% | \$179.5 |
| Public Equity | 51.9% | 51.0% | \$153.1 |
| Private Equity | 8.9% | 10.0% | \$26.4 |
| Income | 20.3% | 20.0% | \$59.9 |
| Real Assets | 10.8% | 12.0% | \$31.8 |
| Real Estate | 9.3% | 10.0% | \$27.3 |
| Forestland | 0.7% | 1.0% | \$2.0 |
| Infrastructure | 0.9% | 1.0% | \$2.6 |
| Liquidity | 1.5% | 1.0% | \$4.5 |
| Inflation | 6.0% | 6.0% | \$17.8 |
| Trust Level** | 0.5% | N/A | \$1.6 |
| Total Fund | 100.0% | 100.0% | \$295.1 |

* Interim strategic targets adopted by the Investment Committee at the June 2015 Investment Committee meeting.

** Trust Level includes: Absolute Return Strategy; Multi-Asset Class; and Overlay, Transition, and Plan Level.

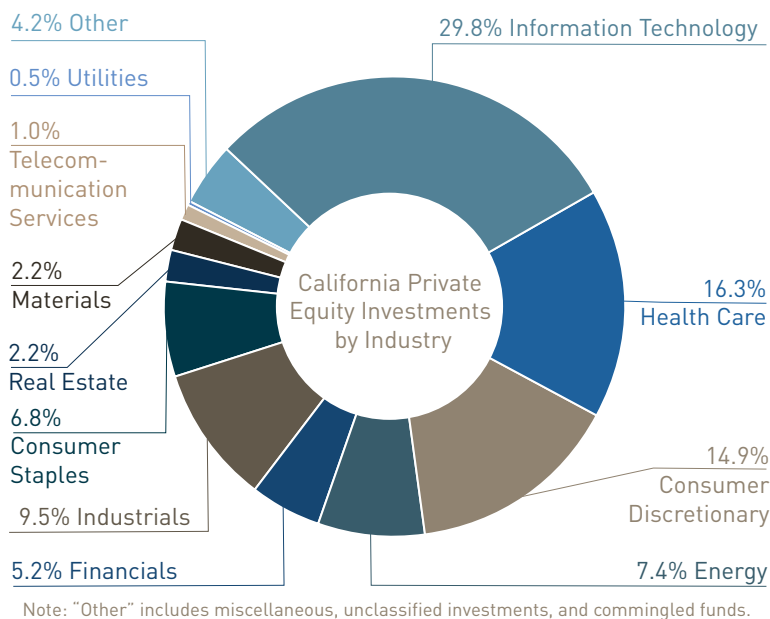
Portefeuille de Calpers au 30 juin 2016

<https://www.calpers.ca.gov/page/investments/asset-classes/asset-allocation-performance>

Sur un actif légèrement supérieur à 300 milliards de dollars, il investit de 25 à 30 milliards dans des entreprises non cotées (*private equity*), soit près de 10 % de son actif !

Ces entreprises nécessitent des capitaux importants pour soutenir une croissance rapide, que ce soit par la commercialisation de nouvelles technologies, l'expansion des opérations, ou à travers les acquisitions et la croissance externe.

CalPERS investit dans un large éventail d'entreprises. Le graphique suivant illustre la répartition des différents secteurs au sein du portefeuille Private Equity de CalPERS, et met en relief les fortes concentrations des technologies de l'information, du secteur de la santé et des entreprises de consommation discrétionnaire.



Portefeuille de Calpers à fin 2015

Les investissements de CalPERS en Private Equity, de par leur déploiement dans des zones peu accessibles aux investisseurs institutionnels, a pu fournir des prestations uniques vis-à-vis d'entreprises à fort potentiel de croissance en particulier dans la Silicon Valley.⁽⁶⁾

⁽⁶⁾ <https://www.calpers.ca.gov/page/about/organization/facts-at-a-glance> / <https://www.calpers.ca.gov/page/investments>

Partie 4. Propositions

Objectif :

Doubler en 4 ans le rôle de la gestion d'actifs dans le financement des PME.

L'AFG demande de **faire bénéficier le financement des PME françaises du statut de "cause nationale"**. En particulier, l'AFG propose trois objectifs à court terme :

- 1) Il faut "interdire d'interdire" l'orientation de l'épargne des Français vers les PME créatrices d'emploi.

Toutes les réglementations qui perdurent en ce sens doivent devenir illégales. Puisqu'elle n'interdit pas, mais fixe des ratios d'allocation de fonds propres, Solvabilité 2 ne serait pas illégale, mais elle doit être revue, car le traitement infligé aux financements des PME est inexplicablement pénalisant. Toute autre forme de limitation des allocations d'actifs en direction des PME françaises doit être interdite de chacun des textes, des Codes et des réglementations régulant l'épargne des Français (exemple du décret sur les caisses de retraite).

- 2) L'investissement dans les PME françaises doit bénéficier de la "clause de l'épargne la plus favorisée", qui serait l'équivalent de la Clause de la Nation la plus favorisée :

L'investissement dans une PME française doit bénéficier des meilleurs régimes IR, IS, ISF et droit des successions. Il doit devenir illégal que les forêts, les monuments historiques, le cinéma, les œuvres d'art ou tout autre projet d'investissement puissent être traités plus favorablement que l'investissement dans les fonds de financement des PME. Lorsqu'ils investissent dans les PME, les produits d'épargne (PEA, PEE, PERCO, PREFON, PERP, assurance-vie ou livrets) doivent bénéficier d'une fiscalité privilégiée, mais il doit devenir illégal que leur fiscalité soit plus favorable qu'un investissement direct dans un fonds de financement des PME.

- 3) La place financière française doit ambitionner d'être leader en Europe sur le financement des PME et la gestion d'actifs française doit devenir la première en Europe sur ce plan.

Le financement des PME est un axe d'excellence de la place financière française, qui se distingue par la vigueur des sociétés de gestion dédiées à cette spécialité. D'autres activités financières ont été fragilisées en France (salles de marché, gestion administrative des fonds, gestion privée, LBO large cap,...) et se sont fortement développées à Londres, au Luxembourg ou ailleurs. Le financement des PME ne doit pas subir le même sort. Il n'est pas encore trop tard.

1. Inverser la logique réglementaire pour favoriser l'orientation de l'épargne des Français vers les PME créatrices d'emploi et non plus l'inverse

En matière d'investissement, le premier objectif de la réglementation devrait être de permettre le financement des PME.

1.1. Améliorer le calibrage du *private equity* dans Solvency 2

La charge en capital nécessaire aux sociétés d'assurance en contrepartie de leurs investissements en *private equity* est beaucoup trop lourde. Ils subissent une pénalité de 39 % voire 49 % contre 25 % pour l'immobilier. Il faut revoir cette règle pour cesser de pénaliser cette classe d'actifs. Pour y arriver, on pourrait par exemple instituer un système européen de garantie via la BEI et / ou le FEI/FEIS.

1.2. Créer une structure juridique pan-européenne de capital investissement

Les sociétés de gestion françaises qui s'adressent à des investisseurs européens doivent aujourd'hui créer des véhicules juridiques complexes et adaptés à chaque nature d'investisseurs. L'EUVECA créé par la Commission européenne a des règles inadaptées à la clientèle des investisseurs professionnels. Sur le modèle de la Société de Libre Partenariat française, il faut parvenir à la création d'une "European LP" que chaque pays européen accepterait sans réserve dans sa propre réglementation et qui ne ferait l'objet d'aucune retenue à source.

Un code ISIN européen permettrait de faciliter la commercialisation dans tous les pays européens.

1.3. Créer un fonds de long terme en France et en Europe

Il n'existe pas en France et en Europe de fonds accessible au grand public qui puisse investir à la fois en actions cotées et non cotées. Pour répondre aux besoins de la clientèle de particuliers, le fonds pourrait investir dans des actifs peu liquides à hauteur de 30 % (fonds immobiliers, fonds de Private Equity, fonds d'infrastructures, ELTIFs, etc.).

Il pourrait être utilisé dans le PEA PME par exemple ou même pour les UC d'assurance-vie. La part majoritaire d'actifs liquides permettrait de le rendre plus facilement éligible à l'assurance-vie en tant qu'Unité de compte.

1.4. Rétablir l'éligibilité des fonds de capital investissement au ratio dérogatoire des OPCVM

Aujourd'hui les OPCVM ne peuvent pas investir dans des fonds qui financent les PME. Auparavant, ils le pouvaient via leur ratio dérogatoire de 10 %. Cette faculté a été supprimée, interdisant toute diversification même minime. Il faut revenir sur cette mesure.

1.5. Revoir le Règlement européen sur les Aides d'État (RGEC)

Le règlement général d'exemption par catégorie (RGEC) européen limite la possibilité pour les États membres d'inciter fiscalement l'investissement dans les PME européennes. Il est beaucoup trop contraignant dans la définition des PME éligibles. Par exemple, seules les entreprises de moins de 7 ans (10 ans dans des cas restreints) sont éligibles. Il est un frein à l'investissement dans les PME et à leur développement alors qu'il devrait les favoriser. Il faut notamment supprimer la durée maximum de 7 ans.

2. Orienter davantage les produits d'épargne vers le financement des PME

Aujourd'hui l'épargne française est très majoritairement investie en produits de taux (80 % des 1 600 milliards de l'assurance-vie par exemple). Elle est peu investie en actions et, en dehors de rares dispositifs, elle ne finance pas les PME ni les ETI.

2.1. Dynamiser les FCPI/FIP

Aujourd'hui, les seuls produits d'épargne qui financent vraiment les PME sont les FIP et les FCPI. Avec un peu moins d'un milliard d'euros de collecte par an, ils sont les principales sources d'épargne investies dans les PME (moins de 250 salariés). Leur rôle est déterminant compte tenu de l'absence des investisseurs institutionnels sur ce segment d'investissement.

Toutefois, ce montant n'est pas suffisant pour répondre à l'ambition de devenir la première place européenne du financement des PME. Il faudrait tripler ce montant pour arriver à être comparable à la situation britannique des ESI, SEIS et VCT, soit 2,5 milliards de £ (voir Partie 3).

2.1.1. Aménager leur fiscalité

Si l'ISF venait à être supprimé, le dispositif ISF PME disparaîtrait et, avec lui, la moitié de la collecte des FIP et des FCPI et donc de leurs investissements dans les PME. Nous avons donc distingué deux hypothèses.

- En cas de suppression de l'ISF, nous proposons de :
 - relever le taux de réduction d'IR pour investissement dans les PME en direct et via des fonds à un taux attractif de 30/35 % ;
 - sortir la réduction d'IR pour investissement dans les PME du plafond de 10 000 € pour “niches fiscales”.
- En cas de maintien de l'ISF :
 - aligner les plafonds de réduction d'ISF pour investissement dans les PME de l'investissement direct et de l'investissement intermédié ;
 - sortir la réduction d'IR pour investissement dans les PME du plafond de 10 000 € des “niches fiscales” ;
 - aligner les contraintes techniques de réduction d'ISF pour investissement dans les PME avec celles d'exonération d'ISF pour sortir l'investissement de la base taxable ISF.

2.1.2. Alléger l'empilement des contraintes européennes et françaises

Aujourd'hui, les contraintes françaises s'additionnent aux contraintes européennes pour définir les PME éligibles. Cette situation est très difficilement gérable et nous rend moins compétitif que d'autres pays plus souples. Il faut donc revenir sur cette “double peine” en supprimant les contraintes françaises qui se cumulent aux contraintes européennes : le quota de 40 % en augmentation de capital, le nombre de régions et la continuité géographique pour les FIP, le quota de 50 % dans une seule région des FIP.

2.1.3. Permettre la création de “fonds de capital investissement perpétuels”

Bénéficiant de la même fiscalité que les FCPI/FIP, ce nouveau type de fonds permettrait de limiter les frais de création de fonds et allongerait la durée des participations financées par le fonds.

2.2. Orienter davantage les autres produits d'épargne vers les PME

Quelques initiatives récentes ont été lancées pour orienter davantage d'épargne vers les PME mais les résultats sont pour le moment homéopathiques. Nous proposons de les dynamiser pour leur donner un vrai impact.

2.2.1. Le PEA PME

Le PEA PME est aujourd'hui principalement investi en ETI cotées ; avec seulement 600 millions d'euros d'encours, il n'a pas atteint ses objectifs qui étaient fixés à 5 milliards à son lancement. Pourtant cet outil permettrait de compléter la chaîne de financement des PME. Intermédiaire entre les FIP/FCPI qui financent les PME et le PEA qui finance les grandes entreprises. Le PEA PME souffre de la concurrence des autres produits d'épargne plus liquides et plus diversifiés et sa fiscalité n'est pas différenciante.

Par ailleurs, on pourrait élargir ses possibilités d'investissement, notamment pour favoriser l'investissement en PME non cotées, en rendant éligibles les FPCI (Fonds de Capital Investissement Professionnels) et en créant des fonds autorisés à investir à la fois en actifs cotés et non cotés (voir proposition 1.3).

2.2.2. L'épargne salariale

- La loi Croissance et activité de 2015 a incité à allouer une part de l'épargne du PERCO au financement des PME et ETI. Mais la baisse du forfait social accordée en contrepartie est trop faible pour provoquer la renégociation des accords d'entreprises. En contrepartie d'une baisse plus forte du forfait social, on pourrait renforcer légèrement la part de la gestion pilotée investie en titres de PME et ETI et élargir les véhicules éligibles. L'économie réalisée par l'employeur sur le forfait social serait partagée entre l'entreprise et les salariés.
- Pour favoriser la transmission des PME, on pourrait encourager fiscalement les personnes physiques qui cèdent une participation significative du capital d'une entreprise aux salariés dans le cadre des dispositifs d'épargne salariale existants.

2.2.3. L'assurance-vie

Il faudrait favoriser la diversification de l'assurance-vie vers l'investissement dans les PME. Des mesures ont été prises récemment pour favoriser la détention d'Unités de Comptes de capital investissement. Mais les fonds éligibles sont très restreints. Un projet mené par le ministère de l'Économie et des Finances devait élargir les fonds éligibles, notamment aux fonds de capital investissement labellisés ELTIFs. Ce projet a malheureusement été abandonné. Il faut reprendre ce projet.

Par ailleurs, on pourrait s'inspirer de ce qui a été fait sur l'épargne salariale pour augmenter la part de l'assurance vie allouée au financement des PME et des ETI en différenciant la fiscalité sur les plus-values pour les contrats proposant des UC investies en titres de PME et ETI.

3. Accélérer l'émergence du financement de la dette des PME par la gestion d'actifs

3.1. Accompagner le développement des fonds de prêt par de nouveaux outils

3.1.1. Permettre aux fonds de prêt de réaliser des opérations de crédit-bail et de bénéficier des sûretés "Dailly"

Le décret du 24 novembre 2016 a exclu certaines opérations de crédit pouvant être réalisées au titre de l'octroi de prêts par certains fonds. Ainsi, ne leur sont pas autorisés à ce jour les engagements par signature et les opérations de crédit-bail mobilier et immobilier. Il apparaît souhaitable, dans l'intérêt des PME/ETI, de leur ouvrir cette possibilité en complément des interventions des banques soucieuses de partager les risques liés à certaines opérations. De même, le bénéfice des sûretés issues de la cession Dailly notifiée et acceptée à titre irrévocable prévues aux articles L. 313.23 à 29 du Code monétaire et financier doit être étendu aux FIA qui ont reçu l'autorisation d'octroyer des prêts.

3.1.2. Permettre aux fonds de prêt de gérer les créances dans l'intérêt des porteurs, y compris par cession

Les fonds autorisés à octroyer des prêts doivent pouvoir céder les créances au même titre que les banques et assureurs ; toute restriction applicable spécifiquement aux sociétés de gestion limiterait leur recours à cette capacité d'octroi de prêts, en ce au détriment du financement de l'économie. En particulier, le concept de rétention tel que proposé actuellement dans le projet de modification du Règlement général de l'AMF ne semble pas pertinent en dehors du cas spécifique

d'une titrisation qui implique un tranchage du risque de crédit ; au surplus, une société de gestion est incapable d'apprécier la question de l'alignement des intérêts entre le fonds prêteur qu'elle gère et les cessionnaires successifs de la créance qu'elle ignore ou dont elle ne connaît pas les motivations d'acquisition d'une créance.

C'est pourquoi il convient d'aligner le régime de la rétention sur celui applicable aux établissements de crédit (5 % pour les opérations de titrisation tranchées seulement).

3.2. Élargir la gamme des partenaires des fonds de prêt

3.2.1. Favoriser le développement de la titrisation bancaire de créances de PME

Le prêt bancaire reste essentiel pour le financement des PME. Le refinancement du secteur à travers la titrisation des prêts accordés peut être rendu plus attractif dans le cadre de la future réglementation relative à la titrisation "STS" (Simple Transparente et Standardisée), et encourager les établissements bancaires à augmenter leur soutien à l'activité économique. Cette incitation doit inclure une adaptation des règles prudentielles des investisseurs de type assurances, mutuelles et institutions de prévoyance afin de permettre d'accroître leur investissement dans les organismes de titrisation de créances de PME et cela au-delà des seuils autorisés actuellement pour les véhicules tranchés. Elle passe également par un traitement préférentiel en matière de taux de décote appliqué lors de la présentation des titres émis par l'organisme de titrisation au refinancement en Banque Centrale Européenne.

3.2.2. Permettre aux fonds de prêt de financer les acteurs du secteur public

Le financement du secteur public (collectivités et entités de droit public telles que les CHU et les organismes HLM) est limité par des dispositions législatives et réglementaires historiques ou contextuelles non adaptées, alors que les fonds d'investissement ont des capacités de prêts à long terme et à taux fixe. La diversification des sources de financement du secteur public, dans le cadre de financements longs et pérennes, permettra de sécuriser des commandes à long terme auprès d'acteurs industriels et artisanaux locaux, renforçant ainsi durablement le taux d'emploi et l'activité des PME et ETI.

3.2.3. Favoriser un partenariat entre les fonds de prêt et les plateformes de financement participatif

Le développement du financement participatif par les particuliers par le truchement des plateformes de financement participatif peut atteindre rapidement ses limites par l'effet du coût d'acquisition élevé des clients de ces dernières. Il convient, dans l'intérêt des entreprises, de faciliter la possibilité pour ces plates-formes d'accéder à des capitaux institutionnels, intermédiés par des FIA de dettes autorisés à octroyer des prêts, en leur ouvrant la possibilité de prêter, conjointement ou séparément selon le cas, des clients particuliers des plates-formes. Les freins réglementaires, liés notamment à la superposition de textes non compatibles entre eux (tels ceux qui définissent les statuts d'IOBSP et d'IFP), doivent ainsi être recensés de manière systématique et levés.

3.3. Mettre en place un Euro PP adapté aux PME

La Charte EuroPP et la documentation juridique qui lui est attachée ont été conçues pour répondre aux besoins de financement des ETI. La rédaction des contrats n'est pas adaptée aux spécificités des PME, en particulier compte tenu, dans le monde des PME, de l'existence de nombreux crédits bilatéraux plutôt que de crédits syndiqués. De la même manière, les covenants et autres engagements de l'émetteur de la Charte EuroPP sont généralement trop lourds à suivre pour des PME, ne disposant généralement pas d'un directeur financier. Si la pratique a commencé à adapter la documentation

EuroPP au monde des PME, la documentation utilisée reste très hétérogène du fait de l'absence d'une documentation standardisée de Place. Il convient ainsi de développer un nouveau jeu de documentation répondant aux besoins des PME sous forme de MiniPP.

Par ailleurs, il conviendrait également d'établir un modèle Euro PP adapté aux collectivités locales et aux entreprises du secteur public.

4. Faire grandir un écosystème favorable au financement des PME

4.1. Favoriser le réinvestissement des entrepreneurs dans les PME

Les créateurs d'entreprises et les business angels sont des acteurs indispensables au développement d'un écosystème favorable au financement des PME, de leur création à leur accès au statut d'ETI.

Il faut donc encourager les initiateurs de "success stories" pour qu'ils réinvestissent dans les PME françaises les gains réalisés grâce à leurs investissements. Le compte entrepreneur créé par la loi Sapin de 2016 a été très en dessous des espoirs qu'il avait suscité. Il faut donc le reprendre en le simplifiant pour l'adapter aux besoins de terrain.

4.2. Faire participer les grandes entreprises à l'émergence de start ups

Les grandes entreprises sont un maillon indispensable à l'émergence de start-ups innovantes. Elles savent identifier les initiatives porteuses d'avenir. Pour encourager leurs investissements a été créé le *corporate venture* suite aux Assises de l'entrepreneuriat. Toutefois, là aussi la mesure proposée a été très en dessous des attentes des entreprises. Il faudrait aligner son régime sur celui du mécénat d'entreprise.

4.3. Valoriser l'expertise française auprès des investisseurs institutionnels internationaux

Placer l'aide à la commercialisation des fonds de financement des PME auprès des institutionnels internationaux au même niveau de priorité par les services du ministère des Affaires étrangères et du Développement international que les Airbus ou les TGV.

ANNEXE

PARMI LES RAPPORTS CONSULTÉS

- **Rapport sur le financement de l'investissement des entreprises, François Villeroy de Galhau.**

<http://www.gouvernement.fr/partage/5010-rapport-d-etape-sur-le-financement-de-l-investissement-des-entreprises>

- **Rapport de l'Observatoire du financement des entreprises – Médiation du crédit.**

<http://www.economie.gouv.fr/mediateurcredit/observatoire-financement-entreprises>

- **Rapport sur le financement des PME/ETI par le marché financier, Gérard Rameix et Thierry Giami.**

<https://www.tresor.economie.gouv.fr/File/337296>

- **Rapport sur le Financement en Dette des PME/ETI – Paris Europlace.**

http://www.paris-europlace.net/files/Rapport_PEP_PME_100314.pdf

- **Pacte pour la compétitivité de l'industrie française, Louis Gallois.**

<http://www.ladocumentationfrancaise.fr/rapports-publics/124000591/index.shtml>



REMERCIEMENTS

L'Association Française de la Gestion financière remercie l'ensemble des personnes interviewées et les membres des comités qui ont participé à l'élaboration de ce rapport.

L'AFG remercie particulièrement les membres de son Comité technique Capital investissement et son Comité technique Titrisation, présidé par **Thibault de Saint-Priest** et dont le rapporteur est **Delphine Charles-Péronne**.

Christophe Bavière, président du Comité technique Capital Investissement a présidé ces travaux.

Laure Delahousse et **Audrey Hyvernat**, AFG, ont été les rapporteurs de ces travaux.

Omar El Yamani, stagiaire, a participé aux travaux de recherche.

AFG
Service Communication

41 rue de la Bienfaisance
75008 Paris

T: 01 44 94 94 00

 @AFG_France

www.afg.asso.fr

