

# LE FINANCEMENT DES PME EN FRANCE : UN CONTEXTE PARTICULIER, FAVORABLE AUX INNOVATIONS

JOCELYNE BENDRISS\*  
BERTRAND LAVAYSSIÈRE\*\*  
MARK TILDEN\*\*\*

**L**e financement des PME est depuis quelques années, en France et en Europe, l'objet de passes d'armes entre les gouvernements et les banquiers. Les exécutifs reprochent aux financiers leur « frilosité » et les financiers arguent de l'absence de la demande et des contraintes réglementaires sur les financements de cette clientèle. Bref, la situation paraît bloquée. Ares & Co a travaillé en collaboration avec TheCityUK et l'EFMA (European Financial Management Association) pour tenter d'approfondir le sujet. L'objet de cet article est de présenter les principaux résultats de ces travaux.

Les enseignements peuvent se résumer de la manière suivante :

- les PME en Europe, qui sont au cœur de l'économie, se financent historiquement de manière quasi exclusive auprès des banques. Des différences par pays existent tant dans le poids du financement que dans les mécanismes de soutien. Par contraste, les États-Unis ont une structuration du financement avec des concours relativement faibles des banques ;

---

\* Manager, Ares & Co.

\*\* Partner, Ares & Co. Contact : [bertrand.lavayssiere@aresandco.com](mailto:bertrand.lavayssiere@aresandco.com).

\*\*\* Partner, Ares & Co UK.

Les éléments repris dans cet article proviennent essentiellement de deux études publiées par Ares & Co avec le soutien de TheCityUK et de l'EFMA : « SME Financing: Impact of Regulation and the Eurozone Crisis » (novembre 2012) et « Alternative Finance for SMEs and Mid-Market Companies » (octobre 2013). Elles sont disponibles sur le site d'Ares & Co ([www.aresandco.com](http://www.aresandco.com)), celui de TheCityUK ([www.thecityuk.com](http://www.thecityuk.com)) et celui de l'EFMA ([www.efma.com](http://www.efma.com)).

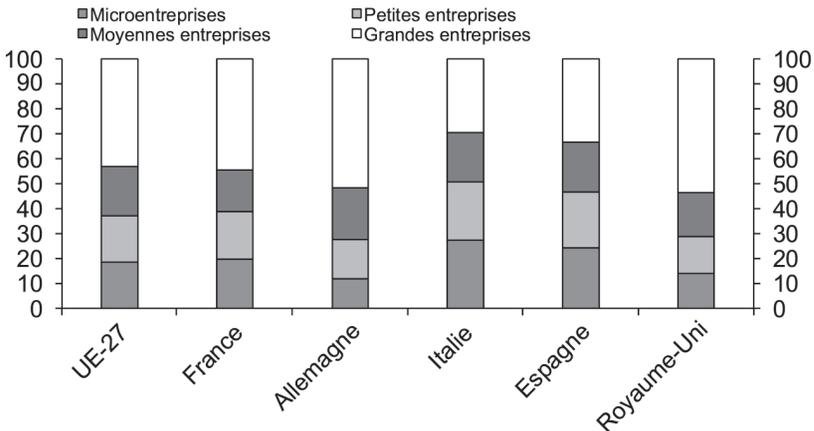
- l'ensemble des mesures réglementaires prises ces dernières années ont contraint les sources de financement et les PME en pâtissent plus que d'autres ;
- devant cet état de fait, des sources alternatives de financement se mettent en place. Leurs variétés et leurs conditions de succès nécessitent des approches et des moyens spécifiques. Leur montée en puissance sera néanmoins probablement lente, n'offrant qu'une substitution partielle à l'intermédiation des banques ;
- en tout état de cause, le développement des modes de financement alternatifs implique néanmoins des évolutions dans les réseaux bancaires et au sein des gestionnaires d'actifs des assureurs.

### LES PME AU CŒUR DE L'ÉCONOMIE

Les PME représentent au moins 90 % du nombre des entreprises en Europe, environ 65 % des emplois salariés, plus de 55 % des ventes et de l'investissement et, enfin, au-delà de 55 % de la valeur ajoutée. Le graphique 1 illustre ce point sur le chiffre d'affaires. Il est à noter que les structures de chacun des pays sont voisines, mais présentent une relative prépondérance des grandes entreprises en Allemagne et au Royaume-Uni. Par contre, ce sont les plus petites entreprises qui ressortent en Italie et en Espagne, la France est plutôt dans la moyenne européenne. En Europe, les cinq pays cités représentent toujours au moins 60 % du chiffre d'affaires, mais seulement 37 % de l'investissement.

242

**Graphique 1**  
Répartition des chiffres d'affaires par taille d'entreprise  
[en %]



Les concours à l'économie pour les PME de la part de financeurs représentent, selon nos estimations, environ 1 000 Md€, dont environ 721 Md€ pour le Royaume-Uni, la France et l'Allemagne. Le tableau (ci-dessous) montre les différents poids des types de financement. La plupart de ceux-ci sont octroyés par des institutions financières.

**Tableau**  
**Sources de financement des PME**  
**au Royaume-Uni, en France et en Allemagne**

	Royaume-Uni	France	Allemagne	Banques <i>vs</i> non-banques
Prêts	Prêts : 113 Md€ aux PME et 560 Md€ aux ENFP Découverts : 15 Md€ aux PME	Prêts : 184 Md€ aux PME et 781 Md€ aux ENFP Découverts : 9,8 Md€ aux PME	Prêts : nd aux PME et 830 Md€ aux ENFP Découverts : nd pour les PME et 64 Md€ aux ENFP	Banques
Affacturage	13,3 Md€ aux PME	6,5 Md€ aux PME	nd	Banques > 90 % Non-banques < 10 %
<i>Leasing</i>	14 Md€	24 Md€	nd	Banques > 90 % Non-banques < 10 %
Escompte et crédoc	5,9 Md€*	5,2 Md€**	nd	Non-banques
<i>Venture capital</i>	416 M€	597 M€	420 M€*	Non-banques
<i>Business angels</i>	371 M€	nd	200 M€-300 M€	
Banques traditionnelles (en % du total)	79	84		
Financement par les banques (en % du total)	94	96		

ENFP = entreprises non financières privées.

nd = non disponible.

\* Données de décembre 2010.

\*\* Données de décembre 2008.

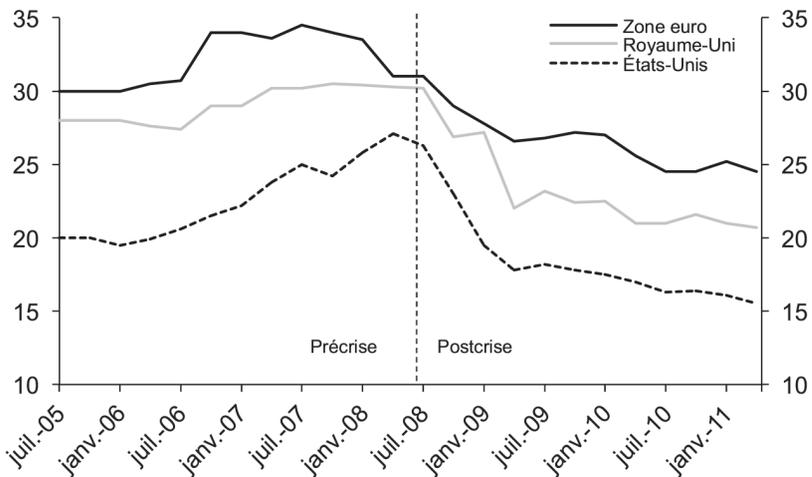
Sources : ABFA (Asset Based Finance Association) ; Banque de France ; Deutsche Börse ; Deutsche Bundesbank ; BCE (Banque centrale européenne) ; FLA ; Ares & Co analyses.

Ces chiffres contrastent avec ceux d'outre-Atlantique où la part des banques ne représente sur le financement à long terme que 19 %, contre 81 % en Europe. Il est vrai que les marchés financiers jouent un rôle plus fort dans l'intermédiation puisque le bilan des banques américaines représente 78 % du PNB, contre 366 % en Europe (à 27).

*LES CHANGEMENTS RÉGLEMENTAIRES COMME MOTEUR  
DE TRANSFORMATION*

Les réglementations prudentielles décidées ces dernières années et progressivement mises en œuvre, notamment Bâle III et les normes comptables IFRS (International Financial Reporting Standards) ont déjà eu un impact significatif sur la gestion du bilan des institutions financières. Les efforts dits de « *deleveraging* » ont porté leurs fruits comme le montre le graphique 2.

**Graphique 2**  
**Évolution du ratio de levier**  
(ratio « actifs tangibles ajustés/tier 1 capital »)



244

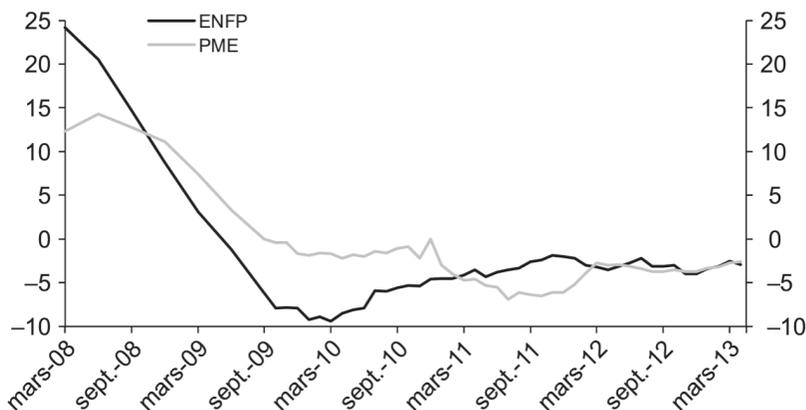
Sources : SNL ; estimations du FMI.

Par ailleurs, il faut noter que les nouvelles méthodes d'analyse de rentabilité des actifs, induites par les pondérations des risques des actifs, ne favorisent pas les financements non collatéralisés, en particulier pour les PME. En effet, des calculs sur des portefeuilles types<sup>1</sup> amènent à des calculs de probabilités de défaut postcrise qui sont en moyenne 75 % plus élevées qu'avant la crise, et cela engendre donc des différences de rentabilité des segments, plus faibles pour les PME que pour les *corporates* ou le *retail*. Il est donc relativement normal, dans un contexte de renforcement de la rentabilité des banques, que celles-ci fassent moins porter leurs efforts sur les PME. Logiquement, ces dernières années, les engagements vis-à-vis des PME ont continuellement baissé, comme le montrent les graphiques 3 (ci-contre) au travers des situations française et britannique. Il est à noter que les variations ne sont

pas identiques par pays et qu'en France, la baisse est moins forte qu'ailleurs. Il est aussi difficile d'isoler les effets dus à la conjoncture économique des autres effets.

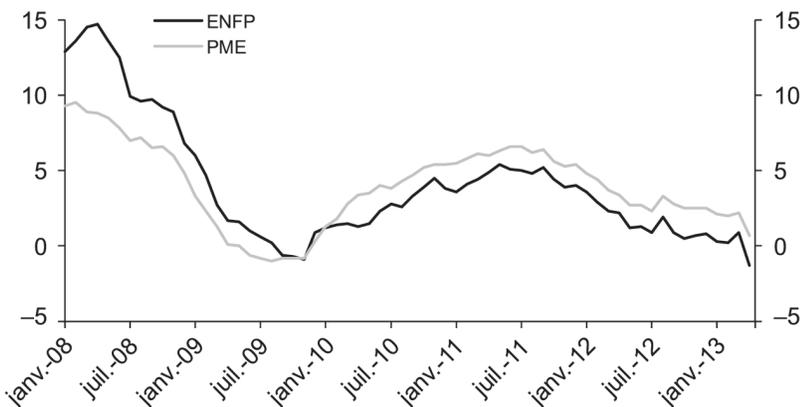
**Graphiques 3**  
**Évolution des volumes de crédits aux entreprises en Europe**  
(variation en %)

**Graphique 3a**  
**Cas du Royaume-Uni**



245

**Graphique 3b**  
**Cas de la France**



Sources des deux graphiques : Bank of England ; BCE ; Banque de France ; Banque d'Italie ; Banque d'Espagne ; Ares & Co analyses.

D'autres impacts de la réglementation ont une conséquence sur l'offre : en effet, les économistes, en particulier de la Fed (Federal Reserve) (Van den Heuvel, 2009) et de la Bank of Japan (Fan et Terada-Hagiwara, 2003), s'accordent à louer l'augmentation de la stabilité d'un système bancaire avec des ratios de capitaux propres élevés, mais soulignent l'effet de récession de la période de transition. Leurs études démontrent qu'une augmentation de 1 % du ratio de fonds propres conduit à une contraction, *mutatis mutandis*, du PNB de 2 %.

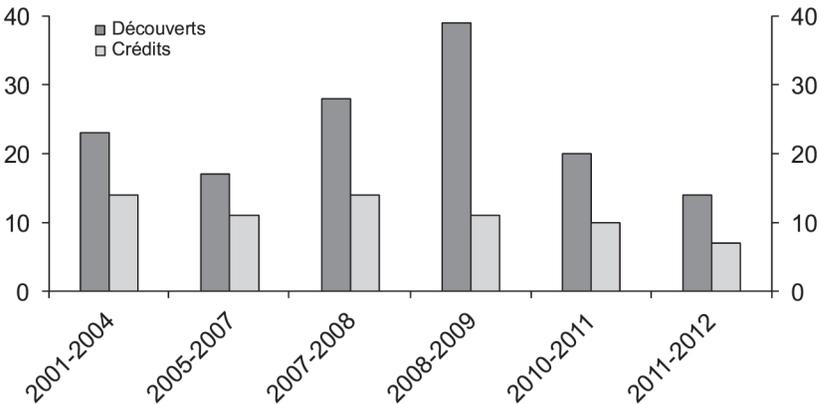
En parallèle, les ratios de Bâle III sont globalement peu favorables aux financements à long terme, en particulier les ratios de liquidité (LCR – *liquidity coverage ratio*) et le ratio de financement stable (NSFR – *net stable funding ratio*). Withworth et Byron (2012) mentionnent que leur calcul d'impact sur les cinq prochaines années est de l'ordre de 900 Md€ de capacité de financement retirée du marché.

Les autorités de chaque pays conscientes de ces impacts et habituées aux différences de risques bancaires représentés par les PME ont mis en place soit des systèmes de garantie (en France et en Allemagne), soit des systèmes de soutien au financement comme le FLS (*Funding for Lending Scheme*) au Royaume-Uni.

Les chiffres de certaines enquêtes auprès de PME (Armstrong *et al.*, 2013) montrent également un moindre appétit pour formuler des demandes de financement auprès d'institutions financières, comme le décrit le graphique 4.

246

**Graphique 4**  
**Évolution du nombre d'entreprises demandant des financements bancaires au Royaume-Uni, 2001-2012**  
(en %)



Source : Armstrong *et al.* (2013).

Certains observent que ces chiffres peuvent aussi s'interpréter comme une lassitude des PME de ne pas trouver auprès de leurs banquiers les financements « habituels », et donc expriment naturellement la nécessité de faire émerger de nouveaux instruments.

### *LES SOURCES ALTERNATIVES DE FINANCEMENT SE METTENT EN PLACE*

Le contexte décrit précédemment met en exergue les raisons de l'émergence de nouvelles formes de financement : des contraintes réglementaires fortes, des rentabilités en baisse et une demande relativement atone, mais toujours présente. Rappelons que, selon nos estimations, les besoins non couverts de financement à l'économie sont de l'ordre de 900 Md€.

Quatre nouvelles formes de financement font l'objet d'une attention particulière : le *private placement* (PP), la titrisation, les fonds communs de titrisation et les financements par les particuliers.

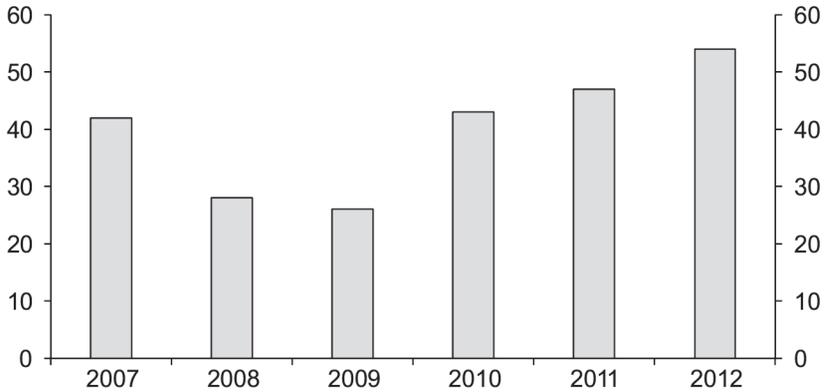
#### *Le private placement*

Le PP concerne principalement les entreprises de taille moyenne, plus que les petites entreprises. Il s'agit d'un financement à moyen/long terme, principalement à taux fixe, placé directement auprès d'investisseurs comme les compagnies d'assurances, les caisses de retraite et les gestionnaires d'actifs. Ces prêts ne font pas l'objet d'un marché secondaire, les investisseurs les maintiennent dans leurs actifs jusqu'à maturité. L'analyse du crédit peut être supportée par des notations fournies par les agences ou par des instituts spécialisés.

Historiquement, les volumes d'émissions annuelles sont significatifs dans deux marchés : les États-Unis pour environ 54 Md\$ (cf. graphique 5 *infra*) et l'Allemagne pour 14 Md€, sur le marché dit des « *Schuldschein* ».

Le financement par des PP est en forte croissance puisqu'il a doublé de taille depuis 2009 aux États-Unis et en Allemagne, certes avec un rattrapage des volumes historiques. La France a connu aussi une forte croissance en partant d'un point bas pour atteindre 3 Md€ en 2012. La perspective est d'atteindre 15 Md€ à 20 Md€, ce qui représenterait la moitié du financement des entreprises non cotées. Le marché anglais des PP semble non significatif à ce jour, à cause d'une absence d'historique, de peu de standardisation d'analyse crédit et de peu de mobilisation des entreprises.

**Graphique 5**  
**Émission de PP aux États-Unis**  
 (en Md\$)



Sources : PwC (PricewaterhouseCoopers) ; Thomson Reuters ; AFME (Association for Financial Markets in Europe).

248

Il est intéressant de noter que les marchés américains et allemands attirent des émetteurs étrangers. En effet, ils représentent 40 % des volumes aux États-Unis, dont environ 50 % pour les entreprises britanniques, et 36 % des volumes des *Schuldschein*. Il y a donc de l'appétence de la part des entreprises moyennes pour ce type de financement.

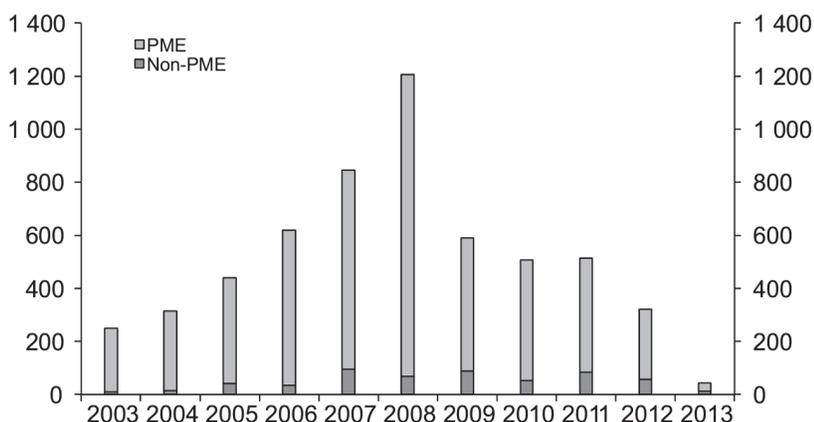
La recherche par les investisseurs de rendements plus élevés que ceux accessibles dans les marchés organisés sera un moteur du développement des PP, pour autant que quelques conditions de succès, observées aux États-Unis, se mettent en place, notamment : un processus d'octroi standardisé, des notations simplifiées et partagées, un *pool* d'investisseurs « avertis ».

### *La titrisation*

Montrée du doigt comme l'une des causes de la crise financière de 2008-2009, la titrisation est un véhicule de financement qui a montré son efficacité pour les PME. La titrisation, de manière simplifiée, repose sur un mécanisme de *packaging* d'ensemble des crédits dans des véhicules de titrisation qui sont replacés sur le marché auprès des investisseurs. Les clés sont, bien sûr, le rendement, l'horizon et la qualité des risques. Cela permet aux banques d'alléger leurs bilans, tout en gardant la relation client.

En 2007, la titrisation finançait les PME à hauteur d'environ 95 Md\$, pour un marché global qui a culminé à 1 207 Md\$, comme le montre le graphique 6. L'Espagne et l'Italie, en Europe, sont les deux grands marchés historiques de la titrisation pour les PME.

**Graphique 6**  
**Évolution de la titrisation en Europe**  
(en Md\$)



Source : Armstrong *et al.* [2013, p. 14].

La titrisation est probablement le véhicule de financement qui a le plus de potentiel pour les PME. Outre les barrières psychologiques, certains éléments contextuels, comme l'accès des banques à un refinancement auprès des banques centrales peu cher, ou la clause leur imposant de garder au moins 5 % du véhicule avec une pondération en *risk weighted assets* (RWA) de 1 250 %, pour la partie non notée, rendent son attractivité moindre pour les banques. De plus, il semble qu'il y ait des incertitudes quant à la réglementation et à la comptabilisation, et des écarts de points de vue significatifs existent entre les superviseurs et les régulateurs.

Néanmoins, au vu de la vitalité passée de ce marché, de nombreux régulateurs et banquiers pensent que la renaissance de ce marché est une bonne réponse à la raréfaction du crédit disponible.

Les points pour sa résurgence commencent à émerger comme l'harmonisation des réglementations entre titrisation et prêts bancaires, le développement des mécanismes d'assurances au European Investment Fund (EIF), poussé par la Commission européenne et l'European Investment Bank, l'harmonisation des conditions entre les mécanismes

de soutien comme le *funding scheme* et le FLS au Royaume-Uni. De nombreuses initiatives se mettent en place, souvent européennes, comme l'initiative *Prime Collateralized Securities* (PCS *Kitemark*), ou la *True Sale Initiative* (TSI) en Allemagne.

Les solutions pour redémarrer ce marché existent, mais nécessitent quelques actions concertées au niveau européen, sinon les évolutions des conditions de marché le redynamiseront naturellement.

### *Les fonds communs de titrisation*

Les *loan conduits* à l'anglo-saxonne ou les fonds communs de titrisation (FCT) en France permettent l'agrégation d'un ensemble de prêts et de crédits. Ces FCT peuvent alors être souscrits par des investisseurs, notamment des assureurs. Ils ont l'avantage sur la titrisation pure de ne pas présenter de « tranches » de différents niveaux de *rating*. Ils permettent une forme de transparence de leurs compositions, comme souhaité par les investisseurs. Par ailleurs, leurs traitements réglementaires sont plus simples.

Il y a eu, en France, récemment deux exemples notables mis en œuvre : le fonds Novo et le fonds en partenariat entre AXA, la Société générale et Commerzbank. Le fonds Novo regroupe dix-huit assureurs et trois banques, il est géré par BNPP IP (BNP Paribas Investment Partners) et Tikehau. Les actifs, des prêts à moyen terme, sont apportés par les banques. L'autre fonds piloté par AXA et ses partenaires bancaires se focalise aussi sur les prêts à plus de cinq ans.

La législation a été aménagée pour permettre aux assureurs d'admettre les FCT comme des actifs représentatifs. Le point critique est le transfert de risque, les banques gardant la gestion du crédit. Chaque FCT a ses propres règles, mais le marché de l'évaluation des risques pour les PME se développe. En effet, Standard & Poor's a récemment créé un service de notation dédié. Il est à noter un débat sur le potentiel de la commercialisation par les banques de leurs outils d'évaluation du risque crédit : les questions associées tournent autour de la responsabilité finale du risque, de la rétention d'un « avantage compétitif », mais aussi de la création de nouvelles marges...

La BCE estime que le potentiel de ces FCT est de l'ordre de 90 Md€ (BCE, 2013).

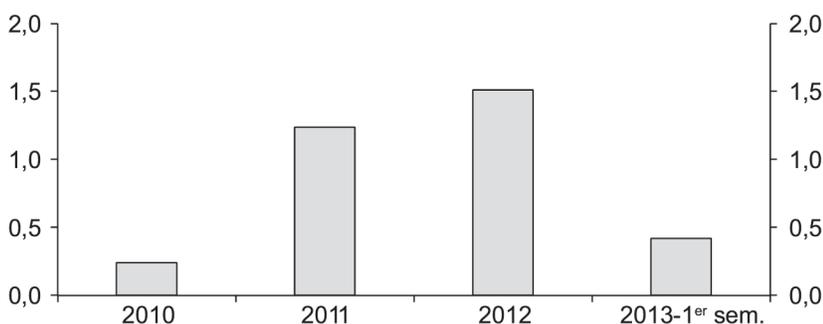
### *Les financements par les particuliers*

Le financement des PME par les particuliers peut prendre plusieurs formes : le financement participatif (*crowdfunding* ou P2P – *peer-to-peer*), les obligations et le récent lancement en France du PEA-PME.

Les volumes de financement P2P sont en croissance avec une prédominance des États-Unis pour 2 Md€ et environ 1 Md€ pour

l'Europe. Le marché des obligations PME est significatif en Allemagne pour environ 4 Md€ (Bond M à la Bourse de Stuttgart) et plutôt orienté vers les ETI (entreprises de taille intermédiaire), tout comme le marché ORB (*Order Book for Retail Bonds*) du LSE (London Stock Exchange) qui génère environ aussi 4 Md€ d'actifs, comme le montre le graphique 7.

**Graphique 7**  
**Émission d'obligations *retail* au Royaume-Uni**  
(actifs en Md£)



Sources : PwC ; Thomson Reuters ; AFME.

251

Le lancement du PEA-PME est très récent et les volumes attendus sont de l'ordre de 3 Md€ par an. Le marché Enternext (Paris, Amsterdam, Lisbonne, Bruxelles) concerne déjà 750 PME, mais est encore naissant.

Les quelques défauts récents mettent en exergue l'équilibre qu'il faudra trouver entre le rendement, le risque et la protection de l'investisseur particulier. C'est pour cela qu'aujourd'hui, la plupart des entreprises financées sont de taille significative et bénéficient souvent du *rating* d'une agence de notation.

Les différents instruments, connus et à venir, se développent et apportent des réponses aux besoins de financement des PME. Il reste néanmoins de nombreux axes de réflexion et de réglementation pour que ces initiatives continuent de prospérer. Ces axes tournent autour de la standardisation des informations sur le risque crédit et les dossiers d'octroi, sur les conditions réglementaires autour de la titrisation, en particulier sur les pondérations par rapport au crédit, sur le partage des savoir-faire entre banquiers et assureurs sur l'analyse des risques, et sur le développement des bases accessibles facilement des risques de crédit des entreprises...

---

*ÉVOLUTION AU SEIN DES BANQUES  
ET DES ASSUREURS*

Les initiatives des banques se concentrent sur deux plans. Tout d'abord, la création des conditions d'une bonne coopération entre les modes de financement traditionnels des PME par le crédit dans les réseaux et l'intermédiation par les banques d'investissement. Cela se traduit, par exemple, dans des « entreprises communes », entre réseaux *retail* et CIB – *corporate and investment banking* –, avec un compte d'exploitation unique. Ensuite, cette nouvelle panoplie d'instruments de financement nécessite un effort de structuration de l'offre et de formation au sein des réseaux. Les grandes banques françaises se sont attelées à ces travaux avec, pour certaines, un succès significatif.

Du côté des investisseurs, à la recherche de rendement de meilleur niveau que les obligations traditionnelles, la difficulté est l'évaluation du risque de crédit des PME. Les gestionnaires d'actifs des assureurs, dont les contraintes réglementaires ont été adaptées pour permettre ce type d'investissements, doivent se doter des compétences et des instruments permettant d'appréhender ces nouveaux types de risques pour représenter une source de financement significative à terme. Certes, les pouvoirs publics ont déjà pris un certain nombre de mesures pour développer ces marchés et continueront probablement à le faire.

252

Néanmoins, ces nouveaux marchés ne se développent harmonieusement que par la rencontre de plusieurs facteurs indispensables, notamment une clarté de l'analyse du risque facilitée par des informations « normées » des emprunteurs, des investisseurs « avertis » ou aguerris par l'expérience et la professionnalisation de leurs équipes sur ces classes nouvelles d'actifs, et enfin des conditions réglementaires équitables.

Le débat évoqué en introduction entre les pouvoirs publics et les banquiers pour financer les PME est complexe. Le marché développe de multiples voies et moyens pour répondre à la demande et crée les conditions pour leur essor. Combien de temps faudra-t-il pour compenser les 900 Md€ ?

*NOTE*

1. Source : Ares & Co sur la base de travaux sur des portefeuilles de clients.

## *BIBLIOGRAPHIE*

ARMSTRONG A., DAVIS E. P., LIADZE I. et RIENZO C. (2013), « Evaluating Changes in Bank Lending to UK SMEs Over 2001-12 – Ongoing Tight Credit? », National Institute of Economic and Social Research, *Discussion Paper*, n° 408, février.

BCE (Banque centrale européenne) (2013), *Survey on the Access to Finance of Small and Medium-Sized Enterprises in the Euro Area*, avril.

FAN E. X. et TERADA-HAGIWARA A. (2003), « Changing Bank Lending Behaviour and Corporate Financing in Asia: some Research Issues », Asia Development Bank, *Working Paper*, n° 49, décembre.

VAN DEN HEUVEL S. (2009), « Does Bank Capital Matter for the Transmission of Monetary Policy? », Federal Reserve Bank of New York, *Economic Policy Review*, vol. 8.

WHITWORTH J. et BYRON E. (2012), *The €200 Billion Opportunity: Why Insurers Should Lend More*, rapport, Oliver Wyman.

