



Financement des entreprises : propositions pour la présidentielle

L'Institut Montaigne est un laboratoire d'idées - *think tank* - créé fin 2000 par Claude Bébéar et dirigé par Laurent Bigorgne. Il est dépourvu de toute attache partisane et ses financements, exclusivement privés, sont très diversifiés, aucune contribution n'excédant 2 % de son budget annuel. En toute indépendance, il réunit des chefs d'entreprise, des hauts fonctionnaires, des universitaires et des représentants de la société civile issus des horizons et des expériences les plus variés. Il concentre ses travaux sur trois axes de recherche :

Cohésion sociale

Mobilité sociale, intégration des minorités, légitimité des élites...

Modernisation de l'action publique

Réforme de l'État, éducation, système de santé...

Stratégie économique et européenne

Compétitivité, spécialisation industrielle, régulation...

Grâce à ses experts associés (chercheurs praticiens) et à ses groupes de travail, l'Institut Montaigne élabore des propositions concrètes de long terme sur les grands enjeux auxquels nos sociétés sont confrontées. Il contribue ainsi aux évolutions de la conscience sociale. Ses recommandations résultent d'une méthode d'analyse et de recherche rigoureuse et critique. Elles sont ensuite promues activement auprès des décideurs publics.

À travers ses publications et ses conférences, l'Institut Montaigne souhaite jouer pleinement son rôle d'acteur du débat démocratique.

L'Institut Montaigne s'assure de la validité scientifique et de la qualité éditoriale des travaux qu'il publie, mais les opinions et les jugements qui y sont formulés sont exclusivement ceux de leurs auteurs. Ils ne sauraient être imputés ni à l'Institut, ni, a fortiori, à ses organes directeurs.

*Il n'est désir plus naturel
que le désir de connaissance*

INSTITUT
MONTAIGNE



Financement des entreprises : propositions pour la présidentielle

MARS 2012

SOMMAIRE

INTRODUCTION	3
I - FINANCER L'ACTIVITÉ COURANTE	9
1.1. Les délais de paiement	9
1.2. Affacturage et assurance-crédit	12
II - FLUIDIFIER LE RECOURS À LA DETTE	15
2.1. En créant un compartiment obligataire dédié	15
2.2. En facilitant la souscription de parts de fonds obligataires par les investisseurs institutionnels	18
2.3. En facilitant le financement bancaire ou obligataire des groupes	20
2.4. En facilitant le financement interentreprises	21
III - FAVORISER LE DÉVELOPPEMENT DE LONG TERME	25
3.1. Par l'autofinancement	25
3.2. Par la mobilisation de l'épargne des particuliers	26
3.3. En favorisant l'émergence de filières sectorielles	36
3.4. En créant de véritables opérateurs boursiers dédiés aux PME-ETI en France	39
CONCLUSION	45
ANNEXES	47
BIBLIOGRAPHIE	57
REMERCIEMENTS	59

INTRODUCTION

Rappelons tout d'abord qu'il est d'usage de distinguer quatre catégories d'entreprises : les très petites entreprises (TPE) ; les petites et moyennes entreprises (PME) ; les entreprises de taille intermédiaire (ETI) et les grandes entreprises¹.

Le thème du financement des PME et des ETI peut, à première vue, ne pas sembler prioritaire et ce pour plusieurs raisons :

- les PME ont créé 85 % de l'emploi dans l'Union européenne entre 2002 et 2010, ce qui témoigne de leur vitalité ;
- aux yeux de beaucoup d'acteurs, la question centrale est avant tout la dégradation de la compétitivité de secteurs entiers de l'industrie ; le fait que l'allocation de financements soit plus difficile ne serait qu'une conséquence de cette moindre compétitivité, à laquelle s'ajoutent la baisse de la rentabilité et des problèmes de « positionnement stratégique » – les entreprises françaises ne sont pas assez présentes sur les produits à haute valeur ajoutée ;
- enfin, depuis 10 ans, les fonds propres des entreprises, et ceux notamment des PME et des ETI se sont renforcés, et le haut de bilan a en moyenne bien résisté à la crise : ainsi, en 2009, le poids moyen des fonds propres des PME par rapport à la taille de leur bilan est de 42 %, et de 36 % dans les grands groupes, chiffres en augmentation régulière depuis 1997. Le rapport de l'Observatoire du financement

¹ TPE : moins de 20 salariés, avec un chiffre d'affaires annuel (CA) ou un total de bilan inférieur à 2 M€ ; PME : entre 20 et 250 salariés, avec un CA n'excédant pas 50 M€ ou un total de bilan inférieur à 43 M€ ; ETI : de 250 à 5 000 salariés, avec un CA n'excédant pas 1,5 Md€ ou un total de bilan inférieur à 2 Md€ ; GE : plus de 5 000 salariés ou plus de 1,5 Md€ de CA et 2 Md€ de total de bilan.

des PME, paru en avril 2011, a d'ailleurs souligné que les PME avaient vu leurs fonds propres plutôt renforcés au cours de la période 2008 – 2010 ; constat largement confirmé par le bulletin de la Banque de France de septembre 2011.

Malgré tout, l'avenir du financement des entreprises en France reste une question clef. En effet, les entreprises de notre pays devront, dans les années qui viennent, retrouver leur rang en terme de compétitivité, restaurer leurs marges et reconquérir les parts de marché perdues à l'export. Pour cela, il leur faut impérativement investir.

Et précisément, si les fonds propres des entreprises françaises et leur trésorerie ont relativement bien résisté pendant la crise, c'est que les entrepreneurs français ont fait le choix du repli. Ce choix s'est traduit par une série de comportements de « précaution » : mise en réserves et report à nouveau des bénéfices non distribués (hausse de 9,6 Md€), et surtout forte réduction des investissements (de 15 %), le taux d'investissement des PME structurellement faible en France, atteignant fin 2009 son plus bas niveau depuis 10 ans (9,4 %).

C'est là que la question du financement des entreprises trouve toute son actualité dans la mesure où elle conditionne la reprise de l'investissement. Or le financement des entreprises en France, et singulièrement celui des PME et des ETI, se heurte à plusieurs difficultés :

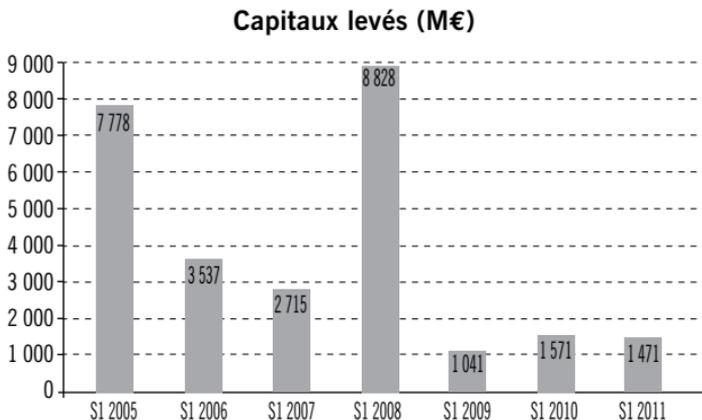
- le désengagement des acteurs institutionnels dans leur rôle de financement des entreprises est une tendance lourde et inquiétante. La crise de 2008, mais surtout les nouvelles règles prudentielles européennes (Solvency II et Bâle III) ont d'ores et déjà conduit les institutionnels à réduire leur exposition aux marchés actions, à la fois dans les segments cotés et non cotés car l'investissement en

actions va devenir, du fait de ces nouvelles réglementations, fortement « consommateur » de fonds propres. Certaines études estiment que l'allocation actions des compagnies d'assurances pourrait rapidement se réduire à une fourchette comprise entre 5 à 8 %, contre un chiffre autour de 18 % aujourd'hui. Depuis 2008, les compagnies d'assurance ont en Europe, vendu plus de 400 Md€ d'actions qu'elles détenaient dans leur bilan. Ce phénomène est grave. Outre les sujets de souveraineté nationale qu'il pose à terme, il fragilise et peut même assécher le financement des entreprises en France alors que la reprise de l'investissement et la restauration de notre compétitivité sont et resteront les facteurs clefs d'un retour durable à la croissance ;

- les marchés ne constituent pas en France un relais de financement efficace : les contraintes de coûts, de publicité et de normes comptables font que trop peu de PME et d'ETI françaises sont actuellement cotées en Bourse et que beaucoup en sortent chaque année, faute d'y trouver les relais attendus en termes d'accroissement de leurs fonds propres² ;
- on peut anticiper une contraction de l'investissement privé dans les PME par les sociétés de capital investissement : les levées de fonds au premier semestre 2011 sont de l'ordre de 1,5 Md€, en recul par rapport au premier semestre 2010, et bien en dessous de la moyenne semestrielle pour la période 2006-2010 (3,54 Md€ en moyenne) ;
- les fonds de capital développement ciblent désormais les grosses PME et ETI, et investissent peu dans les PME de taille plus modeste.

² Le nombre d'entreprises françaises cotées a baissé de 20 % en 30 ans.

Les dirigeants de PME sont souvent rétifs à ouvrir leur capital. Selon les auditions réalisées par le groupe de travail, ce frein est souvent le premier invoqué pour expliquer les problèmes de financement des PME ;



Source : www.afic-data.com

- en amont du capital investissement, ce sont les personnes physiques qui représentent la principale source des financements, et ceci au travers de multiples incitations fiscales (réductions d'IR et d'ISF) ; or ces incitations sont très fragiles et peuvent facilement se trouver remises en question par des impératifs budgétaires nationaux à court terme.

Face à cette situation, l'État n'est pas resté inactif. Tout d'abord, la réforme du Crédit Impôt Recherche (CIR) en 2008 a permis sa montée en puissance rapide. Le montant du CIR est estimé à 5,27 Md€ dans le projet de loi de finances 2012 et bénéficie à 75 % au secteur industriel.

L'État a par ailleurs mis en œuvre un dispositif important d'aides aux PME afin de compenser les carences du marché, que ce soit au travers des prêts participatifs gérés par Oséo et des fonds d'investissements pilotés par la Caisse des Dépôts ou par le Fonds stratégique d'investissement (FSI). Le programme des investissements d'avenir a permis de créer des fonds spécifiquement dédiés au financement des PME (Fonds national d'amorçage de 400 M€ ; Fonds de capital-risque/capital-développement pour le numérique également de 400 M€ et fonds de 150 M€ pour les « Ecotech » et « Cleantech »).

Le modèle d'Oséo propose une proximité avec les PME en recherche de capitaux pour financer leur développement :

- une bonne connaissance des PME : 10 000 PME visitées par an ;
- un modèle de co-financement plutôt que le simple financement des banques ;
- un rôle de conseil au développement (croissance externe, internationalisation, export) ;
- une sensibilisation des PME à l'intérêt que présente l'ouverture du capital pour financer leur développement³.

Ce modèle performant proposé par Oséo (maillage fort du territoire, *pipeline* de dossiers important, méthode robuste de sélection des dossiers, philosophie d'investissement sur le long terme) est à l'origine de la création d'Oséo Industries, filiale à 100 % dédiée à l'industrie

³ Aujourd'hui le principal frein à l'ouverture du capital des PME est la volonté de l'entrepreneur de rester « maître chez lui » et d'éviter le « court-termisme » des investisseurs, avant la disponibilité ou le coût des capitaux.

française et dotée d'un milliard d'euros de fonds propres. Enfin, la tendance actuelle de rapprochement des dispositifs sous la forme de guichet unique en régions est également un élément positif qu'il faut souligner.

Néanmoins, dans un contexte d'aggravation de la crise économique et de forte dégradation de nos finances publiques, il est peu probable que l'État puisse s'engager davantage dans le soutien au financement des PME et des ETI⁴. Devant les risques forts qui pèsent sur le financement des entreprises, des solutions alternatives doivent être rapidement trouvées. Faute de quoi, l'investissement dans le secteur productif va se trouver menacé et nos perspectives de croissance obérées. Le 30 janvier 2012, le Conseil européen a d'ailleurs placé le financement de l'économie, et notamment des PME, parmi les trois priorités pour relancer la croissance.

Le présent rapport s'attache en conséquence à élaborer des propositions innovantes, relatives à l'ensemble du cycle de production :

- financement de l'activité courante ;
- financement de l'investissement productif : fluidifier le recours à la dette ;
- financement du développement de long terme.

L'amorçage et le capital-risque ne sont pas traités en tant que tels.

⁴ Les fonds propres d'Oséo Industries proviennent du redéploiement de fonds initialement destinés à des « investissements d'avenir ».

FINANCER L'ACTIVITÉ COURANTE

1.1. Les délais de paiement

Comme le rappelle le rapport 2011 de l'Observatoire des délais de paiement⁵ présidé par Jean-Hervé Lorenzi, le crédit commercial lié aux délais de paiement consentis entre entités non financières, reste la principale source de financement de la trésorerie des entreprises en France. Fin 2010, d'après l'INSEE, les dettes fournisseurs de l'ensemble des sociétés non financières représentaient 501 Md€ (à rapprocher des 1 641 Md€ de l'ensemble des emprunts et dettes assimilées).

La loi sur la Modernisation de l'Économie (dite LME) du 4 août 2008 dispose que le délai convenu entre les parties pour régler les sommes dues ne peut, en principe, dépasser 45 jours fin de mois ou 60 jours à compter de la date d'émission de la facture (30 jours à compter de la date de livraison de la marchandise ou de la réalisation de la prestation de service en cas d'absence de délais de paiement indiqués dans les conditions générales de ventes – CGV)⁶. La loi a permis une réelle amélioration des pratiques en la matière puisque, selon le rapport de l'Observatoire des délais de paiement, « depuis fin 2000, le repli des délais clients atteint près de neuf jours de chiffre d'affaires et celui de leurs crédits fournisseurs 12 jours d'achats. La moitié de ces gains se concentrent sur les trois dernières

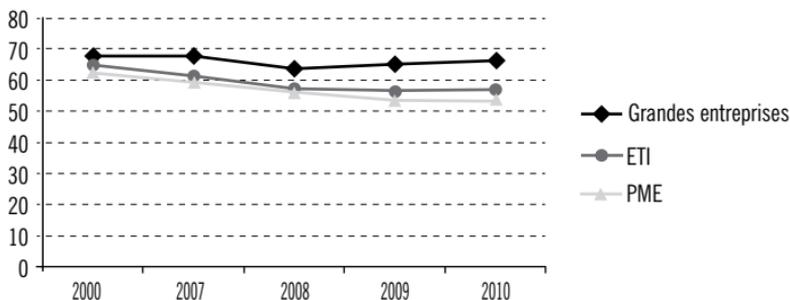
⁵ Rapport annuel de l'Observatoire des délais de paiement, 2011.

⁶ 39 accords de branches ont été signés en 2009, essentiellement dans le commerce et le bâtiment, afin de faciliter l'application de la loi. Ces accords sont parvenus à terme le 31 décembre 2011.

années ». la LME a notamment permis un rééquilibrage entre les pratiques de paiement des PME et celles des entreprises de taille plus importante (ETI et grands groupes).

Or, il semble aujourd'hui que les effets de la loi s'atténuent : en 2011, la réduction du nombre de jours dans les délais de paiement paraît atteindre un plafond. Par exemple, l'an dernier, 39 % des grandes entreprises ont réglé leurs fournisseurs en moyenne dans un délai de 60 jours, et 15 % ont payé à plus de 90 jours. Ces dépassements des délais de paiement représentent une charge nette de 10 Md€ pour les PME, alors qu'ils représentent une source de financement nette de 11 Md€ pour les grandes entreprises. Selon les données de la Banque de France, les grandes entreprises dont les délais excèdent 60 jours avaient, en 2010, 45 Md€ de dettes fournisseurs.

Ratio moyen, délais fournisseurs (en jours d'achat)



Source : Banque de France, base Fiben, novembre 2011.

Notons que l'État et les collectivités locales portent également une part importante de responsabilité dans cet état de fait : le dépasse-

ment de 60 jours dans le règlement des clients rattachés au secteur public touche près de 50 % de ceux-ci.

La moralisation des relations entre grandes entreprises et PME est un enjeu clef pour le financement de l'activité courante de ces dernières. Or, l'Observatoire des délais de paiement dans son rapport pour 2011 pointe toujours « l'existence de comportements et de pratiques abusives de la part des grandes entreprises ». Le retard dans les délais de paiement constitue une caractéristique française où nombre de grandes entreprises contournent la loi de diverses façons : en différant par exemple le bon de commande qui seul, déclenche le délai de paiement ou encore en faisant transiter la commande par une filiale étrangère de façon à contourner la législation française. En Allemagne, où les délais de paiement légaux sont de 30 jours, les deux tiers des entreprises respectent ces délais.

La création d'un écosystème vertueux passe certainement par un changement du comportement des acteurs (*cf.* les initiatives de Pacte PME ou « La charte des bonnes pratiques entre donneurs d'ordre et PME » portée par la Médiation des relations inter-entreprises) et l'exemplarité de l'État, des collectivités locales et des entreprises publiques. Néanmoins, des modifications réglementaires et législatives peuvent être envisagées.

■ Propositions relatives aux délais de paiement :

- faire appliquer la loi existante en matière de délais de paiement, en renforçant les moyens de la DGCCRF⁷ en lui permettant de recevoir les plaintes formulées avec maintien d'un « secret de

⁷ Direction générale de la concurrence, de la consommation et de la répression des fraudes.

l'instruction » sur l'identité des plaignants (les enjeux commerciaux de la relation client-fournisseur freinant la capacité de ces derniers à faire appliquer la LME), de procéder à des contrôles et de sanctionner. La première vertu attendue de la mise en place de ce dispositif est son effet dissuasif, rendu efficace par l'anonymat du plaignant vis-à-vis des entreprises concernées ;

- modifier le fait déclencheur des délais en faisant courir ceux-ci à partir de la commande effective et non de l'émission du bon de commande ;
- renforcer les sanctions financières qui s'appliquent aux entreprises « mauvais payeurs » dans une logique dissuasive⁸.

1.2. **Affacturation et assurance-crédit**

Avec la détérioration de la conjoncture économique, un grand nombre d'entreprises cherchent à se prémunir contre le risque de défauts de paiement : constitution de provisions, recours à des agences de recouvrement, recours à l'assurance-crédit.

En outre, on observe sur la période 2001-2008 un moindre recours à l'endettement bancaire de court terme de la part des entreprises au profit d'un recours accru à la pratique de l'affacturation. Depuis 2001, le volume de créances faisant l'objet d'affacturation a augmenté en moyenne de 10 % par an pour atteindre aujourd'hui 153 Md€ de créances achetées à fin 2010⁹. La désintermédiation du compte

⁸ Actuellement, les pénalités maximum sont de 15 000 € pour les personnes physiques (75 000 € pour une entreprise).

⁹ Banque de France, centrale des risques ; ce montant était de 70 Md€ fin 2001.

clients est aujourd'hui pratiquée par les grandes entreprises comme par les ETI et les PME. Si 35 000 entreprises recourent à l'affacturage aujourd'hui, la marge de progression est grande puisque le potentiel d'entreprises est estimé à plus de 300 000.

Les sociétés d'affacturage ont elles-mêmes recours à l'assurance-crédit pour se couvrir contre les risques d'impayés. Selon sa connaissance de la situation financière de l'entreprise cliente, l'assureur-crédit délivre une garantie totale, partielle ou la refuse en cas de situation trop dégradée.

Or, le retrait de la garantie se fait aujourd'hui sans préavis ni réelle explication, ce qui met l'entreprise cliente dans une situation inextricable pour continuer son activité. En outre, le secteur de l'assurance-crédit est extrêmement concentré en France puisque deux acteurs dominant le marché (Euler Hermès Sfac et la Coface).

On observe depuis la seconde partie de l'année 2010 un mouvement de retrait des assureurs-crédit qui a un effet procyclique non négligeable dans les difficultés de financement courant que rencontrent les entreprises.

■ **Propositions relatives aux conditions de retrait de l'assurance crédit :**

- introduire un préavis de 45 jours dans la décision de retrait de garantie totale ou partielle des assureurs crédit vis-à-vis des entreprises ;
- demander que ce retrait soit expressément motivé.

FLUIDIFIER LE RECOURS À LA DETTE

Un certain nombre d'auditions ont souligné que le crédit bancaire risque, dans les mois et années qui viennent, de devenir plus sélectif et plus cher du fait notamment des contraintes réglementaires et de l'exigence accrue de fonds propres pesant sur le secteur bancaire. Or, si le marché obligataire constitue une source de financement importante pour les grandes entreprises en France, il est presque totalement absent du financement des ETI et encore plus de celui des PME.

Un certain nombre de pays européens ont pourtant su promouvoir un mode d'émission obligataire plus direct vers les investisseurs professionnels et les particuliers au travers de plateformes électroniques qui assurent à la fois le placement primaire mais aussi la cotation secondaire des obligations (en Italie – Bourse de Milan notamment – mais aussi au Royaume-Uni ou même en Allemagne).

Il convient donc de réfléchir aux possibilités d'instaurer un véritable marché obligataire à destination des ETI selon des modèles existants et qui ont fait leurs preuves.

2.1. En créant un compartiment obligataire dédié

Aujourd'hui, du fait de leur taille trop modeste (risque de défaut) et des montants minimum d'émission qui sont attendus par les investisseurs institutionnels et les intermédiaires – qui ne s'intéressent

pas aux opérations en deçà d'un montant relativement élevé, l'émission d'obligations est en pratique interdite aux ETI, sauf quelques rares placements privés.

Or, pour un investisseur, acheter des obligations d'une entreprise n'est pas plus – et en principe moins¹⁰ – risqué qu'investir en capital et rapporte un intérêt fixe sans l'aléa des dividendes. La dynamisation du marché obligataire ne peut néanmoins se faire sans une attention forte portée à la protection de l'investisseur surtout s'il s'agit de particuliers¹¹.

Les contraintes juridiques attachées à la cotation des obligations sur un marché réglementé (information permanente, etc.) sont identiques à celles qui s'imposent aux sociétés dont les actions sont cotées et apparaissent par conséquent disproportionnées pour des ETI non cotées.

En outre, contrairement aux actions, la faible liquidité du marché secondaire obligataire est moins sensible car celle-ci se fait *in fine via* le remboursement des obligations (comme pour des OPCVM qui sont d'ailleurs rarement cotés, puisque les parts émises peuvent être rachetées à tout moment).

Dans ces conditions, la création d'une plateforme électronique exclusivement dédiée au marché primaire (émission) pourrait suffire (sans requérir l'agrément pour fournir le service d'investissement relatif à la gestion d'un SMN – Système Multilatéral de Négociation).

¹⁰ Les obligations étant remboursées avant le capital en cas de liquidation.

¹¹ Les cas observés en France depuis deux ans invitent à la prudence : taux de rémunération trop faible par rapport au risque, obligations non remboursées, risque d'anti-sélection.

En revanche, cela laisse entière la problématique de l'établissement d'un prospectus visé par l'AMF en cas d'offre au public (ce qui représente des contraintes et un coût souvent dissuasif pour des ETI), sachant que les dispenses contenues dans la directive concernent surtout les augmentations de capital (référence faite au pourcentage de dilution).

■ **Propositions relatives aux émissions obligataires :**

- faciliter l'émission, le placement primaire et la cotation secondaire d'obligations de PME et d'ETI ;
- alléger les contraintes juridiques pesant sur les sociétés dont seules les obligations sont cotées ;
- permettre la création de plateformes électroniques (non-agréeses) ne s'occupant que du marché primaire des obligations ;
- dispenser de prospectus les émissions obligataires répondant à certaines conditions (conformité de la documentation à un modèle standard, taille réduite, certificat *ad hoc* d'un commissaire aux comptes, éventuellement création d'un mécanisme de « certification juridique » par un cabinet d'avocats indépendant : capacité juridique, validité de la documentation, conformité de la documentation à un modèle standard avec la réalité juridique de l'émetteur...).

2.2. **En facilitant la souscription de parts de fonds obligataires par les investisseurs institutionnels**

Afin de faciliter le rôle des investisseurs institutionnels dans le financement obligataire des entreprises de tailles moyennes et petites, deux obstacles doivent être levés :

- la taille des émissions, tout d'abord : permettre une mutualisation des émissions de manière à atteindre des tailles intéressant les investisseurs ;
- l'obligation de notation des fonds cotés sur le marché réglementé.

Pour les émissions de taille modeste, il faudrait faciliter le recours au regroupement d'émissions en permettant à des « fonds » (au sens large, différents véhicules avec ou sans personnalité morale pouvant être imaginés : fonds communs, de créances ou de placement, voire des GIE) créés à cet effet de syndiquer ou de mutualiser quelques dizaines d'émissions (permettant d'atteindre les seuils nécessaires pour un placement réussi) en plaçant leurs parts auprès d'investisseurs, tels que des compagnies d'assurances. La mutualisation devrait réduire sensiblement le coût unitaire d'émission pour les entreprises concernées et mutualiser le risque pour les investisseurs. L'exemple récent du fonds Micado France 2018, FCP dédié à l'investissement obligataire dans les ETI, à l'initiative notamment de Middlenext est à souligner.

Aujourd'hui, les institutionnels investissent dans des fonds cotés. Or, la cotation sur un marché réglementé nécessite la notation par une agence ce qui renchérit fortement le coût de l'émission de l'obligation. L'on comprend néanmoins la nécessité pour un institutionnel (comme

pour un particulier) d'avoir une évaluation fine du risque associé à la souscription. Si l'on allège l'obligation de notation par une agence, des pistes alternatives doivent être explorées : *rating* par Oséo ; par les fonds de syndication ; accès au *rating* interne de la banque de l'entreprise.

■ Propositions :

- accorder aux compagnies d'assurance l'autorisation élargie (assouplissement des règles prudentielles applicables) d'investir dans des obligations émises par les PME et par les ETI ;
- rendre facultative la notation par une agence de *rating* des fonds obligataires auxquels les investisseurs (privés comme institutionnels) pourraient souscrire, à condition que ces derniers aient accès à d'autres sources d'évaluation du risque de solvabilité ;
- permettre le regroupement de plusieurs émetteurs (PME à ETI) au sein de GIE (en alternative au recours aux fonds communs de créances ou aux fonds communs de placement, qui présentent un certain nombre de rigidités, imposent le recours à des sociétés de gestion agréées AMF, éloignent l'investisseur des émetteurs, notamment), procédant à des émissions obligataires et en prêtant le produit à ses membres. Cela implique de créer une exception au monopole bancaire et de pouvoir moduler conventionnellement la responsabilité solidaire des membres d'un GIE ;
- encourager la cotation de fonds d'investissement (par exemple sur le compartiment professionnel d'Euronext Paris) en lieu et place d'une cotation des sous-jacents.

Exemple de modification possible de l'article L. 511-7 du Code monétaire et financier

I.-[inchangé]

II.-Les interdictions définies à l'article L. 511-5 ne font pas obstacle à ce qu'un groupement d'intérêt économique ou un groupement européen d'intérêt économique puisse :

- 1. Dans l'exercice de son activité consentir à ses contractants des délais ou avances de paiement ;*
- 2. Procéder à des opérations de trésorerie avec tout ou partie de ses membres ;*
- 3. Émettre des titres de créance.*

En outre, les compagnies d'assurances décrivent un besoin de labellisation des fonds dans lesquels investir (« fléchage ») à l'instar du label ISR promu par Novethic (groupe CDC) ou STEP (Short Term Euro Paper). Il s'agit là d'une demande exprimée de façon forte par les différents acteurs auditionnés par le groupe de travail.

2.3. En facilitant le financement bancaire ou obligataire des groupes

Le financement des groupes d'entreprises suppose généralement la constitution de sûretés, réelles (nantissements, gages, hypothèques)

ou personnelles (cautionnements, garanties autonomes). Or, si l'entité emprunteuse peut sans difficultés consentir ces garanties, la question reste posée de savoir si, et dans quelles limites, les autres entités du groupe (mère, sœur, filiale) peuvent apporter de telles garanties de la dette de l'emprunteur, un tiers malgré l'appartenance au même groupe. Ces incertitudes se traduisent au regard de l'objet social des entreprises, et surtout de leur intérêt social et de sa traduction dans des domaines tels que l'abus de biens sociaux, l'abus de pouvoirs ou l'acte anormal de gestion en matière fiscale.

■ Proposition :

- permettre expressément (Code de commerce, Code général des impôts...) la constitution par une société, commerciale ou civile, de sûretés réelles et personnelles en garantie des dettes d'autres sociétés, commerciales ou civiles, appartenant au même groupe dès lors que :
 - (i) ces sociétés sont incluses dans le même périmètre d'intégration fiscale ou que
 - (ii) la société constituant ces sûretés en retire un avantage, sous forme par exemple d'une rémunération ou d'un accès partiel aux ressources obtenues par le groupe dans le cadre du financement considéré.

2.4. En facilitant le financement interentreprises

A l'heure actuelle, le monopole bancaire français, dont les sources remontent à l'époque du contrôle du crédit, s'applique alternativement à la collecte de dépôts et à l'octroi de crédit alors que dans la plupart

des États membres, le monopole ne s'applique qu'au cumul de ces deux types d'activité.

Il serait opportun de faciliter la possibilité, dans une logique solidaire, de proximité ou de soutien à des partenaires économiques, à une entreprise disposant d'une trésorerie excédentaire de procéder à des financements à court terme d'autres entreprises non liées capitalistiquement.

■ Proposition :

- permettre expressément (Code monétaire et financier) l'octroi par une société de prêts à moins de deux ans à d'autres sociétés avec lesquelles elle entretient des liens le justifiant. Cette brèche au monopole supposerait que cette activité ne devienne pas professionnelle.

Exemple de modification possible de l'article L. 511-7 du Code monétaire et financier

l.- Les interdictions définies à l'article L. 511-5 ne font pas obstacle à ce qu'une entreprise, quelle que soit sa nature, puisse :

- 1. Dans l'exercice de son activité professionnelle consentir à ses contractants des délais ou avances de paiement ;*
- 2. Conclure des contrats de location de logements assortis d'une option d'achat ;*

3. *Procéder à des opérations de trésorerie avec des sociétés ayant avec elle, directement ou indirectement, des liens de capital conférant à l'une des entreprises liées un pouvoir de contrôle effectif sur les autres ;*

4. *Émettre des titres financiers ;*

5. *Émettre des instruments de paiement délivrés pour l'achat auprès d'elle ou auprès d'entreprises liées avec elle par un accord de franchise commerciale, d'un bien ou d'un service déterminé ;*

6. *Remettre des espèces en garantie d'une opération sur instruments financiers ou d'une opération de prêt de titres régies par les dispositions des articles L. 211-36 et L. 211-36-1 ;*

7. *Prendre ou mettre en pension des instruments financiers et effets publics mentionnés aux articles L. 211-27 et L. 211-34 ;*

8. ***Procéder, de manière habituelle mais accessoire à son activité professionnelle, à des opérations de trésorerie à moins de deux ans avec des sociétés non visées au paragraphe 3 ci-dessus, mais avec lesquelles elle entretient des liens commerciaux le justifiant.***

FAVORISER LE DÉVELOPPEMENT DE LONG TERME

3.1. Par l'autofinancement

« Pour développer une entreprise, il faut des produits innovants, une équipe et un accès rapide au capital (...). Comme le montrent les statistiques sur leur taux de pérennité à cinq ans, les entreprises ont d'autant plus de chances de se développer que les montants investis à leur création sont importants¹² ». Or, les PME françaises sont caractérisées par un montant de fonds propres plus faible que les PME britanniques, pour ne prendre que cet exemple.

La faiblesse de leurs capitaux propres incite les PME à avoir recours au crédit pour financer le fonds de roulement ou des investissements qui devraient l'être, au moins en partie, en fonds propres. Or, une large partie des PME ne peuvent intéresser des fonds ou des investisseurs institutionnels compte tenu de leur taille et du faible ROI ¹³ que leur activité permet. En conséquence, la seule solution pour augmenter leurs fonds propres consiste à dégager une rentabilité suffisante pour développer une réelle capacité d'autofinancement.

Nous retrouvons alors une difficulté majeure de l'économie française, valable pour l'ensemble des entreprises et qui est soulignée dans une précédente contribution de l'Institut Montaigne. En effet, le

¹² *De la naissance à la croissance : comment développer nos PME*, Institut Montaigne, juin 2011.

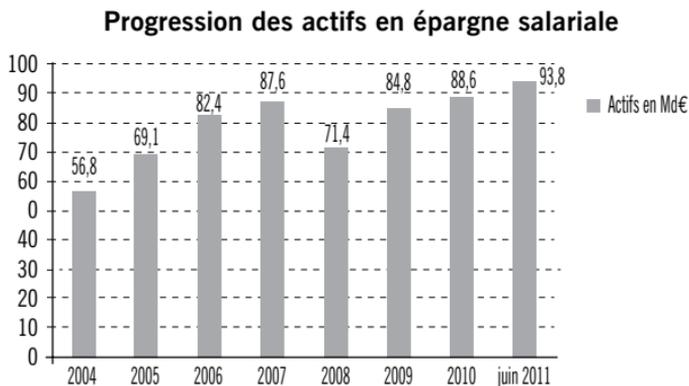
¹³ *Return On Investment*.

rapport *Une fiscalité au service de la social-compétitivité*¹⁴ souligne qu'à rebours de l'ensemble des pays de l'OCDE, la France fait peser un nombre important de charges sur les facteurs de production, c'est-à-dire sur l'emploi et sur l'investissement (voir en annexe 1, des pistes de réforme fiscale afin d'améliorer l'autofinancement des entreprises).

3.2. Par la mobilisation de l'épargne des particuliers

a. Mobiliser l'épargne salariale

L'épargne salariale représente aujourd'hui 85 Md€. En 2011, les fonds d'épargne salariale sont les seuls produits d'épargne en collecte nette.



Source : Association française de gestion financière.

¹⁴ Rapport Institut Montaigne, février 2012.

Les Plans d'épargne entreprise (PEE) mis en place par les employeurs et abondés par les différents mécanismes de participation, intéressement, compte épargne-temps, versements volontaires des salariés, donnent lieu à des investissements dans différents types de Fonds commun de placement d'entreprise (FCPE), soit des OPCVM réservés aux salariés des entreprises :

- les FCPE « diversifiés », investis dans les titres d'entreprises de type CAC 40 ou SBF 120 ;
- les FCPE « dédiés », c'est-à-dire réinvestis dans les titres de l'entreprise elle-même ;
- les FCPE « solidaires », créés par la loi du 4 août 2010 afin de favoriser les entreprises d'insertion, les Scop, les associations et fondations.

De la même façon que le législateur a introduit l'économie sociale et solidaire dans les investissements ouverts aux FCPE, la loi pourrait parfaitement promouvoir l'investissement dans des FCPE dédiés au financement des PME. Il conviendrait alors de modifier le Code du travail en ce sens. La durée moyenne d'un contrat d'épargne salariale (8-10 ans), ajouté à l'effet de la mutualisation au sein d'un même investissement, rend cette mesure compatible avec l'horizon de temps de l'investissement dans les PME.

■ **Proposition :**

- utiliser une partie des fonds d'épargne salariale pour le financement des PME en rendant obligatoire l'ajout d'un fonds FCPE dédié aux PME dans chaque PEE et en permettant un

abondement de l'entreprise supérieur quand l'épargne salariale est allouée au fonds PME. Cela suppose d'élargir la base d'actifs éligibles aux obligations (aujourd'hui en partie exclues du fait des contraintes de liquidité). Ces FCPE spécialisés PME pourraient être diversifiés et associer actions et obligations.

Exemple de modifications du Code du travail :

Article L. 3332-11

Les sommes versées annuellement par une ou plusieurs entreprises pour un salarié ou une personne mentionnée à l'article L. 3332-2 ne peuvent excéder un plafond fixé par voie réglementaire pour les versements à un Plan d'épargne d'entreprise, sans pouvoir excéder le triple de la contribution du bénéficiaire. Cette contribution peut être constituée des sommes provenant de l'intéressement, de la participation aux résultats de l'entreprise et des versements volontaires des bénéficiaires.

*L'entreprise peut majorer ces sommes à concurrence du montant consacré par le salarié ou la personne mentionnée à l'article L. 3332-2 à l'acquisition d'actions ou de certificats d'investissement émis par l'entreprise ou par une entreprise liée à celle-ci au sens de l'article L. 225-180 du Code de commerce, **ou encore à l'acquisition d'actions ou d'obligations émises par une PME ou une ETI telles que définies à l'article L. 33 32 – 17 -2** sans que cette majoration puisse excéder 80 %.*

Article L. 3332-17

Le règlement du plan d'épargne d'entreprise prévoit qu'une partie des sommes recueillies peut être affectée à l'acquisition de parts de fonds investis, dans les limites prévues à l'article L. 214-39 du Code monétaire et financier, dans les entreprises solidaires au sens de l'article L. 3332-17-1 du présent code ainsi que dans les petites et moyennes entreprises et entreprises de taille intermédiaire au sens de l'article L. 3332-17-2 du présent Code.

(reste sans changement)

Article L. 3332-17-2

Sont considérées comme petites et moyennes entreprises (PME) les entreprises de 20 à 250 salariés, avec un chiffre d'affaires annuel n'excédant pas 50 millions d'euros ou un total de bilan annuel n'excédant pas 43 millions d'euros ;

Sont considérées comme entreprises de taille intermédiaire (ETI) les entreprises de 250 à 5 000 salariés, avec un chiffre d'affaires annuel n'excédant pas 1,5 milliard d'euros ou un total de bilan annuel n'excédant pas deux milliards d'euros.

b. Accroître la « viscosité » des contrats d'assurance vie

Aujourd'hui, l'assurance vie est un support trop liquide pour remplir efficacement le rôle de financement des PME et ETI. Le droit de rachat permanent du souscripteur constitue en effet

une lourde contrainte de gestion pour l'assureur qui ne peut en conséquence investir que dans des titres sûrs et très liquides (dette publique), au détriment d'investissements plus risqués ou d'une maturité plus longue.

Les épargnants devraient être incités à une détention plus longue de leur épargne. Il conviendrait par exemple d'encadrer le droit de rachat de façon stricte.

■ **Propositions :**

- allonger l'exonération fiscale des contrats d'assurance vie de huit à douze ans ;
- en encadrer les droits de rachat ;

Néanmoins ces solutions ne répondent que partiellement aux difficultés rencontrées par les PME et ETI pour obtenir des fonds de longue durée. Par ailleurs, comme le souligne la Cour des Comptes dans son rapport de janvier 2012¹⁵, il convient de reformuler plus clairement la hiérarchie des objectifs assignés à l'assurance vie, en direction notamment de l'épargne retraite encore faiblement développée en France.

En annexe 2, est détaillée la proposition de création d'un véritable fonds de pension à la française en orientant une partie du stock existant de l'assurance vie vers un contrat de longue durée.

¹⁵ Rapport public thématique, *La politique de l'assurance vie*, Cour des Comptes, janvier 2012.

c. Orienter les avantages fiscaux vers la détention longue d'actifs

Comme le rappelle l'Institut Montaigne dans son rapport *Pour une fiscalité au service de la social compétitivité*, « la fiscalité de l'épargne est extrêmement complexe et propose de multiples exonérations, abattements et régimes différents, accumulés sans aucune logique d'ensemble. Aujourd'hui, presque toutes les catégories d'épargne bénéficient d'un avantage fiscal, indépendamment de leur objectif ou de la politique publique qu'elles financent¹⁶ ». Que l'épargne soit longue ou courte, liquide ou illiquide, risquée ou sans risque, tous les produits bénéficient d'un avantage fiscal.

Néanmoins, les analyses tentant de quantifier et de catégoriser ces avantages fiscaux démontrent qu'ils sont concentrés sur l'épargne sans risque : un rapport parlementaire a ainsi calculé que 57 % de l'épargne bénéficie d'un avantage fiscal, dont 45 % est de l'épargne non risquée et 12 % de l'épargne risquée¹⁷. Enfin, de nombreuses études économiques montrent que la fiscalité française n'incite pas à la détention d'actifs risqués¹⁸.

Même si la fiscalité ne constitue que l'un des déterminants de l'épargne, il n'est pas surprenant, compte tenu de cet environnement, de constater que les supports sans risque drainent 82 % des flux

¹⁶ Il faut ajouter à ce tableau d'ensemble de multiples niches, dont bénéficient pêle-mêle l'immobilier, le logement social, l'Outre-mer, le cinéma, les entreprises innovantes, les transports, les forêts, etc.

¹⁷ Rapport Censi, *L'impact des mesures législatives portant sur les produits financiers*, Rapport d'information de l'Assemblée nationale, 2008.

¹⁸ Aubier, Cherbonnier et Turquety, *Influence de la fiscalité sur les comportements d'épargne*, DPAE 2005. Rapports du CAE, Garnier et Thesmar, *Épargner à long terme et maîtriser les risques financiers*, 2009. Le Cacheux et Saint-Etienne, *Croissance équitable et concurrence fiscale*, 2005.

d'épargne financière des ménages¹⁹. Enfin, les avantages fiscaux bénéficient à l'ensemble des détenteurs d'un produit, indépendamment de leur niveau de revenu, de leur besoin de liquidité et d'épargne de précaution ou de leur niveau d'éducation financière. La réforme de la fiscalité de l'épargne nécessite une réflexion d'ensemble.

À ce stade, il est proposé que les avantages fiscaux soient réorientés vers la détention longue d'actifs. Il est ainsi proposé que l'exonération fiscale s'appliquant au Plan d'épargne en actions (PEA) ne dépende plus de la date d'ouverture de ce dernier mais de la durée de détention des titres : ne bénéficieraient du régime fiscal du PEA que les titres détenus pendant plus de cinq ans. En contrepartie, le plafond du PEA pourrait être doublé et porté à 300 000 €. Si l'exonération fiscale était liée à une durée de détention, il pourrait être alors envisagé d'étendre plus largement aux titres non cotés le bénéfice fiscal d'un PEA²⁰, ce qui serait également positif du point de vue de la compétitivité en incitant à un investissement de plus long terme. Deux cas doivent être distingués :

- s'il s'agit d'un investissement direct dans une société non cotée, l'investisseur s'engage à y rester cinq ans ;
- s'il s'agit d'un investissement dans des sociétés cotées, l'engagement de cinq ans doit porter sur l'obligation d'être investi en actions

¹⁹ Selon le compte financier des ménages de la Banque de France, sur 129 Md€ épargnés en 2010, 106 Md€ des fonds l'ont été sur des supports non risqués (dont 75 Md€ sur de l'assurance-vie en fonds euros, 6,2 Md€ sur des PEL ou des PEP, 7,8 Md€ sur des comptes à terme et 15,6 Md€ sur des dépôts à vue, 15,1 Md€ sur des livrets et des CEL, 3 Md€ thésaurisés sous forme d'encaisses numéraires – le solde étant composé de la décollecte sur OPCVM monétaires). Les supports risqués ont attiré moins de 20 % de l'épargne financière (5,9 Md€ en actions cotées ; 15,9 Md€ en actions non cotées et 2,2 Md€ en assurance-vie en unités de compte).

²⁰ Les titres non cotés sont éligibles au PEA dans la limite de 25 % du capital d'une société, mais seuls 10 % des revenus générés bénéficient du régime fiscal du PEA.

PME et ETI, mais avec faculté de vendre (donc d'arbitrer) sachant que ce n'est normalement pas de nature à « pénaliser » l'entreprise puisqu'il y a achat concomitant par un autre/nouvel actionnaire et que c'est par ailleurs source de liquidité pour l'action cotée, ce qui manque cruellement aujourd'hui. C'est d'ailleurs un reproche important fait aux FCPI qui investissent sur Alternext puisqu'ils gèlent la liquidité pendant cinq ans minimum.

■ Propositions :

- élargir le PEA aux PME et aux ETI en associant l'avantage fiscal du PEA à une durée de détention des titres minimale de cinq ans et en portant le plafond à 300 000 € pour un particulier et 600 000 € pour un couple²¹ ;
- étendre l'exonération des placements dans les titres de sociétés non cotées²².

Pérenniser et stabiliser dans le temps les dispositifs fiscaux existants²³

La situation des finances publiques françaises ne permet pas un effort supplémentaire de la part de l'État en matière d'exonérations fiscales au profit des particuliers qui investissent dans les PME. Néanmoins, trois éléments méritent d'être soulignés :

- aujourd'hui la fiscalité de ces dispositifs est, au mieux, au même niveau que celle de l'immobilier, avec un niveau de

²¹ Contre 132 000 € et 264 000 € aujourd'hui.

²² Voir en annexe 3 le détail des avantages fiscaux du PEA.

²³ Voir en annexe 3 le détail des avantages fiscaux « Madelin » et ISF-PME.

risque nettement supérieur. Les plafonds de versement de type « Scellier » sont significativement supérieurs à ce que permet le dispositif « Madelin » (300 000 € contre 50 000 € par personne) ;

- la loi de finances 2011 a abaissé le taux de réduction d'ISF de 75 % à 50 % des versements réalisés ainsi que son plafond qui est passé de 50 000 à 45 000 €. De même la réduction sur le revenu est passée de 22 % à 18 % au titre du dispositif « Madelin ». Cette politique est à l'inverse des choix du Royaume-Uni qui a relevé le plafond de l'EIS (*Enterprise Investment Scheme*) à 500 000 £ par personne ;
- les dispositifs FCPI et FIP²⁴ prennent théoriquement fin en 2012.

Nous pensons utile et important que soient reconduits et pérennisés les dispositifs FCPI et FIP ainsi que les dispositifs ISF-PME et « Madelin » même si le groupe de travail a conscience que ces avantages fiscaux ont pu donner lieu à certain nombre de dérives (poids excessif des intermédiaires financiers qui stériliserait en moyenne 30 % de l'épargne collectée ; concentration dans des secteurs non initialement visés par la loi comme les énergies solaires ou l'immobilier). Par ailleurs, les dispositifs de

²⁴ Les Fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI) ont été créés par la loi de Finances 1997 afin d'aider au financement des entreprises innovantes non cotées en Bourse. Les Fonds d'investissement de proximité (FIP) ont été créés par la loi du 1^{er} août 2003 (loi Dutreil) et sont venus compléter le dispositif FCPI déjà existant. Sous réserve de respecter certaines conditions, tous les investissements dans l'un de ces deux produits donnent droit à une réduction d'impôts (IR et ISF – voir annexe).

type Madelin ou ISF-PME en vigueur pourraient s'appliquer aux ETI comme aux PME et aux entreprises cotées ou non (pourquoi pénaliser des entreprises qui font l'effort, y compris financier, de se coter) dès lors qu'elles satisfont aux critères définis par la loi.

d. « Désintermédiaire » les petites levées de fonds (*crowdfunding*)

Aujourd'hui l'épargne est surtout collectée par des grands réseaux (assurance, banque) et redistribuée via des fonds, ce qui « éloigne » les épargnants des entrepreneurs, au prix de ces derniers (le coût de l'intermédiation, le processus sélectif...) et de la dissolution de l'esprit entrepreneurial au profit d'une culture de l'épargne sans risque.

Le *crowdfunding*, ou financement participatif, relève d'une démarche visant à recréer ce lien entre épargne et projet, dans une dimension locale ou au travers des réseaux sociaux ou d'internet. Pour promouvoir cette démarche, il faut instiller dans notre écosystème une nouvelle philosophie de la prise de risque, *a contrario* de la tendance fortement marquée en France depuis 45 ans, qui est d'éloigner les particuliers de l'épargne à risque sauf en cas d'offre au public, mais sous le contrôle strict des autorités de marché – ce qui par définition, écarte les PME voire les ETI – et a conduit à faire disparaître le recours à l'appel public à l'épargne en dehors des processus de cotation sur des marchés réglementés ou organisés.

Les pistes de réflexion consisteraient, comme pour le marché obligataire évoqué plus haut, à permettre des placements semi-publics

(non limités par les règles strictes applicables aux placements privés), pour des montants limités (par exemple 1M€), grâce à des règles de contrôle assouplies (visas d'un commissaire aux comptes et d'un cabinet d'avocats indépendant sur un document de présentation simplifiée).

Une difficulté majeure existe néanmoins : la directive prospectus (2003/71/CE, art. 3) laisse peu de marge de manœuvre (seule dispense possible en-deçà de 100 000 € ce qui est insignifiant).

3.3. En favorisant l'émergence de filières sectorielles

Les États généraux de l'Industrie ont défini en septembre 2009, onze filières industrielles (naval, chimie, aéronautique, luxe, automobile, agroalimentaire...) jugées stratégiques pour le développement économique de moyen terme de la France. Chacune des filières est portée par quelques grandes entreprises, leaders sur leur marché.

Comme le précise le rapport Retailleau²⁵, « la coopération dans une filière paraît en France encore insuffisante. Quelques pôles ou *clusters* tournés vers le marché accueillent une filière. Certains secteurs, l'automobile, l'aéronautique, explorent une telle approche ou certains de ses aspects : un financement de restructuration, un encadrement de la relation d'achats. Mais la mission n'a pas repéré d'exemple où dans une stratégie partagée et généralisée, la mutualisation de fonctions, la co-innovation, la gestion de la chaîne de valeur et de son évolution... soient développées de manière systématique (...) » comme elles le sont dans les modèles allemand ou japonais.

²⁵ *Les entreprises de taille intermédiaire au cœur d'une nouvelle dynamique de croissance*, Bruno Retailleau, La Documentation française, février 2010.

La constitution de fonds sectoriels représente une étape clef dans l'émergence de filières. L'annonce faite par le Fonds stratégique d'investissement en février 2012 de la structuration de quatre fonds sectoriels (ferroviaire, santé, nucléaire et aéronautique) agréés par l'Autorité des marchés financiers, d'un montant individuel de 80 à 200 M€, constitue à cet égard un élément très positif.

Ces fonds sectoriels doivent rassembler un petit nombre de grands donneurs d'ordre du secteur prêts à participer aux côtés du FSI au financement du haut de bilan de sous-traitants ou fournisseurs de leur filière. L'investissement en capital par un grand groupe dans des PME de son secteur d'activité représente une alternative intéressante à l'investissement dans les projets du grand groupe lui-même, car il permet une création de valeur sur l'ensemble du secteur qui lui profitera ultimement (ex : FMEA, INOBIO, Aérofond, etc.).

■ Proposition :

- demander aux grands groupes de participer à des fonds par filière animés par de grands partenaires comme le FSI, sur le modèle du Fonds de Modernisation des Equipementiers Automobiles (FMEA).

4 options pour faire émerger des filières sectorielles

- Option de mise en œuvre incitative #1 : l'attribution de 20 % du Crédit impôt recherche (CIR) auquel un grand groupe est éligible est conditionnée par l'investissement de ces 20 % dans un fonds PME. Cela a du sens car les grands groupes qui reçoivent beaucoup de financement CIR sont ceux qui sont le plus susceptibles de faire partie d'un écosystème innovant, et donc de le financer ;
- Option de mise en œuvre incitative #2 : décalage d'impôts, rendus au moment de la plus-value (sur le même principe que les sociétés financières d'investissement) ;
- Option de mise en œuvre incitative #3 : valoriser, dans la communication, la participation des grands groupes à des fonds filières ;
- Option de mise en œuvre incitative #4 : report d'IS en cas d'investissement dans le *capital venture* ou capital développement (prévoir l'option que ces fonds puissent être investis dans le *venture* indépendant).

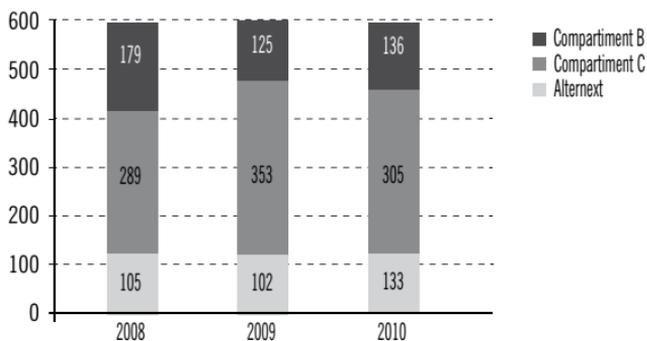
3.4. **En créant de véritables opérateurs boursiers dédiés aux PME-ETI en France**

Les professionnels en contact avec les PME et ETI soulignent qu'un frein à la croissance de leurs fonds propres est le souci des dirigeants de ne pas devoir partager le pouvoir avec un tiers et donc d'ouvrir leur capital. Or, l'introduction en bourse peut répondre à cette attente puisqu'elle doit permettre à une entreprise de lever des fonds, tant au moment de l'introduction que dans les années suivantes, afin d'accompagner son développement sans pour autant en bouleverser l'organisation managériale.

Comme nous l'avons rappelé en introduction, une étude de la Commission Européenne indique que 85 % des nouveaux emplois créés dans l'Union Européenne entre 2002 et 2010 l'ont été par les PME et ETI. Dans son projet de *Small Business Act*, la Commission européenne entend faciliter leur accès aux marchés de capitaux et invite chacun à penser d'abord aux petites entreprises (*think small first*) dans les décisions réglementaires édictées tant par l'Europe que par les États. La Commission a d'ailleurs proposé de réduire les coûts et les contraintes des PME et ETI en simplifiant et en réduisant les obligations de *reporting*, recommandations peu suivies d'effets opérationnels. Les États-Unis ont aussi pris des mesures dans ce sens.

Le financement par augmentation de capital n'est utilisé que par 7 % de ces entreprises, et dans une proportion encore beaucoup plus faible par offre au public. Le taux de pénétration du marché financier dans le financement des PME et ETI demeure marginal rapporté à l'effectif total de ces entreprises. Il est plus significatif pour les PME et ETI innovantes.

PME et ETI françaises cotées²⁶



Source : Rapport 2010 de l'Observatoire du financement des entreprises par le marché.

Une étude de la Banque de France en 2011 montre que les PME et ETI cotées dégagent un certain nombre d'avantages par rapport à celles qui ne le sont pas. Elles peuvent ainsi diversifier leurs ressources, sont en général plus internationales, leur couverture en fonds propres est meilleure et leur performance (en termes de marge opérationnelle) est supérieure. Mais des rapports de place récents réalisés à la demande des pouvoirs publics, et confirmés au cours de nos auditions, montrent que les chefs d'entreprise sont très peu nombreux à franchir le pas, et ce pour plusieurs raisons :

- méconnaissance des mécanismes boursiers, des contraintes de la cotation et de ses apports ;

²⁶ 574 PME et ETI sont cotées aujourd'hui sur Alternext ou sur les segments B et C d'Euronext. Alternext est un marché régulé, aux exigences réglementaires assouplies, mais non réglementé au sens juridique de la Directive européenne sur les marchés d'instruments financiers du 21 avril 2004. Il a été créé par NYSE Euronext en 2005 pour répondre aux besoins des petites et moyennes entreprises qui désirent bénéficier d'un accès simplifié au marché. Euronext, marché réglementé, est constitué de trois compartiments. Le compartiment C est dédié aux entreprises jusqu'à 150 M€ de capitalisation ; le compartiment B aux entreprises dont la capitalisation est comprise entre 150 M€ et 1 Md€.

- coût jugé trop élevé de la cotation ;
- faiblesse rédhibitoire des volumes échangés sur le marché secondaire ;
- très faible couverture par les analystes (moins de 10 % des valeurs) qui n'est plus de nature à mobiliser les investisseurs, tant domestiques qu'internationaux.

Un premier axe de réflexion porte sur l'amélioration de la liquidité des actions cotées. Des études montrent un désinvestissement net sur ce segment depuis une dizaine d'années. La crise n'en est visiblement pas la cause mais a par contre amplifié le phénomène. Afin d'attirer de nouveaux investisseurs, il est crucial de leur assurer de pouvoir vendre leur participation quand ils le désirent. Seule une liquidité régulière peut le permettre. Un fonds de taille significative spécialisé dans l'investissement dans des PME et ETI cotées donnerait un signal fort aux autres investisseurs. Cette mesure devrait s'accompagner d'autres comme précisé aux points suivants, notamment la recherche sur les sociétés et les secteurs concernés.

■ Proposition :

- encourager l'émergence de fonds publics-privés dédiés à l'investissement dans les PME et ETI.

Il est par ailleurs urgent de créer ou de redessiner une bourse dédiée aux PME et ETI, attachée à servir ses clients, qui construise un écosystème de nature à redynamiser ce secteur, à lui permettre de lever les fonds en capital ou obligataires indispensables à leurs investissements et à leur croissance. L'exemple du marché AIM

(*Alternative Investment Market*) au Royaume Uni montre que c'est possible. Une bourse dédiée aux PME et ETI plus dynamique permettrait également une meilleure fluidité pour les cessions de participations par les fonds de *private equity*, dont le modèle requiert une rotation des entreprises en portefeuille tous les quatre à cinq ans en moyenne.

Sans supprimer la communication financière nécessaire à la transparence et à l'information des investisseurs, il y a possibilité d'alléger les exigences requises dans les prospectus d'introduction en bourse pour les entreprises de taille modeste, ce qui permettrait de réduire les coûts de cotation. De même, l'on pourrait supprimer l'obligation de publier les comptes de l'entreprise en IFRS ou en prévoir une version allégée. En offrant des services appuyés sur une technologie de pointe et à coûts bas, il est possible d'offrir des tarifs compétitifs, donc plus attractifs pour les entreprises et les intermédiaires de marché.

En facilitant la relation avec les investisseurs et analystes étrangers, dont certains sont très actifs en Europe sur les PME et ETI, cette bourse redonnera confiance aux investisseurs. Elle permettra ainsi aux entreprises de retrouver tout le bénéfice d'une cotation, et donc l'amortissement de son coût, qu'elles doivent pouvoir mesurer à la capacité de la bourse à assurer de la liquidité, à donner une meilleure visibilité aux entreprises cotées notamment en relançant la couverture par des analystes, y compris anglo-saxons, à élargir la base d'investisseurs, à dynamiser ce segment de marché par une politique forte d'indices dédiés et ainsi à permettre des levées ultérieures de capitaux.

La réalisation de ces conditions facilitera la création d'un marché pan-européen des valeurs de croissance.

■ **Propositions :**

- faire émerger une bourse dédiée aux PME et ETI ;
- faciliter la sortie de bourse (radiation) de manière à fluidifier la cotation et à relancer les IPO (on peut anticiper qu'il y aura moins d'hésitation à l'entrée en bourse si la sortie est plus facile).

Exemple : Proposition de modification de l'article L. 421-15 du Code monétaire et financier (en gras)

I. – [inchangé]

II. - La radiation d'un instrument financier peut être décidée par l'entreprise de marché lorsqu'il ne remplit plus les conditions d'admission fixées par les règles du marché sauf si une telle mesure est susceptible de léser d'une manière significative les intérêts des investisseurs ou de compromettre le fonctionnement ordonné du marché.

La radiation peut également être requise auprès de l'entreprise de marché par le président de l'Autorité des marchés financiers, ou par l'émetteur de l'instrument financier lorsqu'un manque de liquidité, dont les critères sont définis par les règles de fonctionnement de l'entreprise de marché, est susceptible de compromettre le fonctionnement ordonné du marché.

III. – [inchangé].

CONCLUSION

Le contexte réglementaire et économique rend la question du financement des PME et des ETI particulièrement tendue en France aujourd'hui et ce, qu'il s'agisse du financement de leur activité quotidienne ou de celui de leur développement de moyen et long termes, gage de notre croissance au cours des prochaines années.

Le problème posé est évidemment celui des outils : l'épargne est abondante en France mais essentiellement orientée vers des placements sans risque et le financement de la dette de l'État, ce qui stérilise en large partie son utilisation. La politique fiscale doit être revue à moyen terme afin de corrélér de façon plus forte détention longue d'actifs et rémunération. La question de la création d'un véritable fonds de pension à la française, assis sur une fraction du stock existant de l'assurance vie doit aussi être envisagée. Enfin, il n'existe pas en France de marché obligataire pour les valeurs petites et moyennes comme on l'observe en Italie ou en Allemagne.

Le problème est également celui des acteurs : les grands groupes ne jouent que partiellement leur rôle de leaders de filières sectorielles ; les acteurs traditionnels que sont les investisseurs institutionnels doivent revoir leur allocation d'actifs ; les fonds de capital investissement sont centrés sur des ETI déjà développées ; l'État est fortement contraint par la crise des finances publiques et l'acteur boursier n'est pas adapté à la cotation des PME et ETI.

La création d'un écosystème véritablement favorable au développement des entreprises de taille petite et moyenne passe certes par des changements culturels profonds, nécessairement lents. Elle

passé également par des modifications réglementaires et législatives, qu'il s'agisse du renforcement des obligations relatives aux délais de paiement, de l'allègement des taxes et impôts qui pèsent sur le cycle de production ou de la création d'un nouvel acteur boursier afin d'améliorer l'accès de ces entreprises aux marchés financiers. La question de la réglementation européenne (Bâle III et Solvency II) doit également être discutée. Il s'agit là d'un sujet plus complexe car relevant d'une négociation européenne mais fortement structurant pour le financement de notre économie.

Annexe 1 : pistes de réforme fiscale portant sur le cycle de production et la transmission

Si l'on souhaite que les PME et ETI puissent autofinancer leurs investissements, la priorité est la réduction des prélèvements assis sur la masse salariale et sur les actifs productifs, l'imposition des bénéficiaires pouvant au contraire demeurer en l'état. D'après le rapport *Les entreprises de taille intermédiaire au cœur d'une nouvelle dynamique de croissance*²⁷, « l'autofinancement serait 1,44 fois plus important en Allemagne et 1,33 en Grande Bretagne qu'en France, du fait principalement des prélèvements obligatoires (Eurostat-CPO) ».

La suppression du 1 % logement, de la contribution aux organismes de formation, de la contribution à la caisse nationale d'autonomie, de la C3S et d'autres petites taxes sur le chiffre d'affaires et le capital productif, permettrait d'alléger les prélèvements obligatoires d'un point de PIB (19 Md€) – un peu moins si l'on décide que l'obligation légale de « former ou payer » faite aux entreprises est compensée par une cotisation sociale spécifique et non par un transfert de charges sur la TVA.

Renforcer la compétitivité du système fiscal français imposerait également la suppression du principal handicap fiscal des entreprises françaises : la contribution économique territoriale. Mais cette mesure, coûteuse pour le budget de l'État et des collectivités, ne

²⁷ Rapport Bruno Retailleau, *op.cit.*

peut être menée dans le contexte actuel des finances publiques. Il est donc proposé, à recettes constantes pour les finances publiques, de remplacer la CVAE par un impôt local sur les sociétés, économiquement moins nocif car assis sur leurs bénéfices.

■ Proposition :

- Supprimer le 1 % logement, de la contribution aux organismes de formation, de la contribution à la caisse nationale d'autonomie, de la C3S et d'autres petites taxes sur le chiffre d'affaires et le capital productif et remplacement de la CVAE par un IS local.

Par ailleurs, une PME et, *a fortiori* une ETI, ne se construit pas en une génération. Or, la transmission de l'entreprise peut créer de réelles difficultés de financement, fragiliser son développement et conduire à une cession prématurée²⁸. L'imposition des transmissions et la complexité des mesures juridiques et fiscales en place devraient être revues. Bien que cela ne soit pas au cœur du sujet de ce rapport, nous proposons d'explorer deux pistes :

- aligner les régimes de la donation entre vifs et de la succession en ligne collatérale sur ceux en ligne directe afin de privilégier la logique économique. Cela requiert d'augmenter fortement la quotité disponible pour l'outil de travail ;
- la donation comme la succession pourraient être évaluées selon la valeur comptable et non vénale de l'entreprise. Cette disposition aurait le mérite de la simplicité (la valeur comptable est indiscutable) et de la logique (l'entreprise est à transmettre, non à vendre).

²⁸ Le rapport KPMG, *Risques et opportunités de la transmission des entreprises industrielles*, janvier 2008 rappelle que seulement 10 % des mutations se font sous la forme de transmission familiale.

Annexe 2 : proposition de création d'un fonds de pension à la française

L'assurance vie, avec ses 1 360 Md€ de capitaux fin 2010 – dont 1 000 Md€ en fonds euros – est actuellement au centre de plusieurs débats :

- l'application de Solvency II sur le contrat d'assurance vie français, rachetable à vue sans pénalité, conduit à une réduction drastique de la part investie en actions mais aussi en immobilier. C'est bien le caractère rachetable à vue qui est en partie incompatible avec la détention forte d'actions ce qui crée un surcroît d'immobilisation en fonds propres sous Solvency II et conduit à réduire la part investie en actions mais aussi en non coté, en infrastructures et en immobilier ;
- le même caractère rachetable à vue du contrat d'assurance vie rend la détention exclusive d'obligations très dangereuse et alimente la crainte, fondée, d'une grave crise de liquidité et de solvabilité pour les compagnies françaises en cas de remontée des taux, conduisant à une cession massive de la dette d'État français ;
- dans le même temps où ce constat est partagé par tous, les pouvoirs publics français viennent d'accentuer la pression fiscale en prélevant environ 1,8 Md€ sur la réserve de capitalisation qui constitue l'une des ressources à même de permettre aux assureurs de renforcer leur solvabilité. Cette modalité d'accroissement de la fiscalité n'est donc pas la bonne ;
- la réforme des retraites met les citoyens face à la nécessité de renforcer leur épargne de long terme pour compenser l'effritement

des régimes par répartition. L'une des recommandations du rapport public thématique de la Cour des Comptes portant sur l'assurance vie est d'ailleurs d'inciter les épargnants à une détention plus longue de leur contrat ;

- préoccupés par les enjeux de mondialisation, les pouvoirs publics cherchent à rééquilibrer les grands agrégats budgétaires, à maîtriser l'accès aux marchés de capitaux pour refinancer l'État et à relancer l'investissement productif.

Synthèse de la proposition

Une voie existe pour résoudre ces différentes problématiques. Elle consiste à faire évoluer le contrat euro vers deux produits complémentaires, selon le libre choix des assurés :

1. Un produit de long terme, sans sortie en rente obligatoire (mais avec une rente incitée sous un mécanisme à déterminer), assortie d'une pénalité de rachat d'environ 5 % jusqu'à la date d'entrée en retraite ou la date de sortie en rente. Ce produit devrait conserver des règles fiscales au moins équivalentes à la fiscalité actuelle de l'assurance vie. S'agissant de la sortie, elle doit pouvoir être souple, en capital ou en rente (avec possibilité d'en modifier l'exécution selon les accidents de la vie) afin d'emporter l'adhésion des épargnants.

Une fiscalité non confiscatoire mais incitatrice à la rente renforcerait l'adhésion au dispositif sans être synonyme de pertes fiscales pour les finances publiques.

Les simulations faites montrent qu'un tel produit permettrait, grâce à la viscosité introduite dans l'écoulement du passif, de réduire d'au moins 50 % l'immobilisation en fonds propres de Solvency II. Le taux de détention des actions pourrait alors être augmenté vers des niveaux de 15 % (contre 8 % maximum sous Solvency II) de l'allocation d'actif créant ainsi un véritable fonds de pension intergénérationnel de droit français. Ce fonds de retraite, régi par le Code des assurances, permettrait de garantir à tout moment 95 % du capital (100 % moins la pénalité de 5 %) pendant les premières années puis 100 % au-delà et d'atteindre une performance compétitive à long terme.

Ce fonds de retraite serait cantonné et sa gestion séparée de celle du fonds euro traditionnel.

2. Le contrat d'assurance vie euro existant subsisterait, sans pénalité de rachat et donc avec une allocation d'actif moins risquée et une moindre performance dans la durée.

Modalités de mise en œuvre

Cette réforme pourrait être organisée comme suit :

1. Création du fonds de retraite euro, nouveau contrat d'assurance vie à long terme.

A ce stade, deux possibilités :

- celle de faire vivre un nouveau produit pendant un certain temps avant d'ouvrir une possibilité de conversion (transfert) à partir de l'assurance vie euro ;
 - celle d'offrir une possibilité de conversion de l'assurance dès le lancement du produit.
2. Offre, limitée dans le temps (période de « bascule » de six mois) aux détenteurs actuels de contrats d'assurance vie de convertir tout ou partie de leurs avoirs « euros » dans le fonds de retraite ouvert et ce, sans pénalisation fiscale.
 3. A l'issue de la période de bascule, la compagnie cantonnera le fonds de retraite et mettra en œuvre la gestion du fonds de retraite telle que décrite ci-dessus. La bascule constitue un moment critique puisqu'à ce moment précis, les actifs et réserves du fonds euros devraient être répartis *pari passu* entre les deux nouveaux fonds de manière à ne léser aucun assuré. Cette répartition donnerait ainsi naissance à deux cantons séparés appuyés sur deux contrats très différents, l'un d'épargne (l'assurance vie traditionnelle), l'autre de retraite (le nouveau produit), librement choisis l'un et/ou l'autre par les assurés et autorisant chacun une gestion d'actifs spécifique.

Au-delà de cette période de bascule, les détenteurs de contrats d'assurance vie euro pourront bien entendu investir leurs avoirs dans le fonds de retraite mais cela nécessitera un rachat de leur assurance vie (avec d'éventuelles pénalités fiscales) et une souscription dans le fonds de retraite.

Les assurés désireux de rester sur un produit liquide, rachetable à vue, pourront rester dans leur contrat d'assurance vie.

Annexe 3 : tableau des incitations fiscales à l'égard des investisseurs

Conditions d'application		Nature des avantages	
Investisseur	Bénéficiaire de l'investissement	IR (« Madelin »)	ISF (« TEPA »)
<ul style="list-style-type: none"> Investissement direct par une personne physique Investissement par l'intermédiaire d'une holding de participation <p>La holding doit :</p> <ul style="list-style-type: none"> Comporter 50 associés au plus (modifié par PLF 2012) Avoir exclusivement des mandataires sociaux personnes physiques Ne pas accorder de garantie en capital en contrepartie de la souscription, ni de sortie automatique au bout de 5 ans <p>Le bénéfice des avantages fiscaux est subordonné à la conservation des titres de la société pendant 5 ans</p>	<p>PME au sens communautaire</p> <ul style="list-style-type: none"> Société établie dans un État membre de l'UE, en Islande ou en Norvège Société exerçant exclusivement une activité commerciale, industrielle, artisanale, agricole, libérale ou financière à l'exception de la gestion de son propre patrimoine Société non admise sur un marché réglementé Société soumise à l'impôt sur les bénéfices dans des conditions de droit commun Société employant 2 salariés Pas de remboursement d'apports au cours des 12 mois précédant l'augmentation <p>→ Investissements par l'intermédiaire d'une holding : réduction d'IR ou d'ISF proportionnelle aux versements effectués au titre des souscriptions au capital de la PME éligible</p> <p>Investissement possible dans des sociétés comportant moins de 2 000 salariés</p> <p>Conditions tenant à la composition du fond</p>	<p>Réduction IR : 22 % de l'investissement (PLF 2012 : 18 %). Versements plafonnés à 20 k€ par personne</p> <p>PLFR 2011 : ne s'appliquerait plus qu'aux investissements dans des PME en phase d'amorçage, démarrage ou expansion.</p>	<p>Réduction d'ISF de 50 % de l'investissement (au lieu de 75 %) et réduction plafonnée à 45 k€ au lieu de 50 k€</p> <p>Réduction ISF : 50 % plafonnée à 18 k€</p>
<p>Détention des parts pendant 5 ans</p> <p>Ne pas détenir plus de 10 % des parts ou 25 % des droits de vote</p>		<p>Réduction IR : 22 % (PLF 2012 : 18 %)</p> <p>Versements plafonnés à 12 k€ par personne</p>	<p>Réduction ISF : 50 % plafonnée à 18 k€</p>

Régime fiscal des PEA

Conditions d'application		Nature des avantages	
Investisseur	Bénéficiaire de l'investissement	IR (« Madelin »)	ISF (« TEPA »)
<p>Réservé aux particuliers ayant leur domicile fiscal en France</p> <p>Les versements sur le PEA (exclusivement en numéraire) sont limités à 132 k€ (célibataire) ou 264 k€ (couple)</p> <p>Un contribuable ne peut être titulaire que d'un seul PEA</p> <p>Le bénéfice des avantages fiscaux est subordonné à l'absence de retrait sur le PEA pendant une période minimum de 5 ans</p>	<p>Principaux titres éligibles au PEA :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Actions, parts de SARL, titres de capital des sociétés coopératives (titres cotés ou non) • Actions de Sicav, parts de FCP, de FCPR ou de FCPI <p>Parts d'OPCVM (uniquement si l'organisme a un actif composé au moins de 75 % des titres précités)</p> <p>Impossibilité de placer en PEA une participation de plus de 25 %</p>	<p>Exonération des dividendes sur titres placés en PEA</p> <p>Limite pour les titres de sociétés non cotées : exonération des produits dans la limite de 10 % du montant de ces placements (basé sur la valeur d'inscription des titres dans le PEA)</p>	<p>Exonération des plus-values de cession des titres placés en PEA</p> <p>Imposition du gain net réalisé en cas de retrait ou rachat du PEA avant 5 ans :</p> <p>Au taux de 22,5 % avant la fin de la 2^e année ; Au taux de 19 % entre la 2^e et la 5^e année</p> <p>Gain net soumis aux prélèvements sociaux, quelle que soit la date du retrait ou rachat</p> <p>Déterminé par la différence entre la valeur liquidative du plan au jour du retrait et la somme des versements non repris</p>

BIBLIOGRAPHIE

Rapports et notes

- *Rapport sur le financement des PME - ETI par le marché financier*, Gérard Rameix et Thierry Giami, novembre 2011
- Observatoire du financement des entreprises par le marché, Thierry Giami, mai 2010
- Observatoire des délais de paiement, rapport 2011, Jean-Hervé Lorenzi, janvier 2012
- *Les entreprises de taille intermédiaire au cœur d'une nouvelle dynamique de croissance*, Bruno Retailleau, Sénateur de Vendée, février 2010
- *De la naissance à la croissance : comment développer nos PME*, Institut Montaigne, juin 2011
- *Une fiscalité au service de la social-compétitivité*, Institut Montaigne, février 2012
- Note de synthèse sur le financement des PME en France, Les Conseillers du commerce extérieur de France au Royaume-Uni, mai 2011
- *Crise : quel impact sur le financement des PME en France*, Médiation du Crédit, novembre 2011
- *Rapport thématique sur une politique publique : l'assurance vie*, Cour des comptes, janvier 2012
- *Le financement des PME*, rapport Chertok, Malleray et Pouletty, La Documentation française, 2009

- *Des PME aux ETI : quels financements alternatifs pour les entreprises ?* rapport Arnould d'Hautefeuille, CCI de paris, septembre 2009

Articles

- « Oséo Industrie pourra mobiliser jusqu'à 25 milliards d'euros de prêts », *Les Echos*, 8 février 2012
- « Le Fonds stratégique d'investissement finalise la création de quatre fonds sectoriels », *Les Echos*, 8 février 2012
- « Capital-investissement ; Bruxelles veut favoriser le financement des PME par le capital-risque », *La Tribune*, 8 décembre 2011

REMERCIEMENTS

L'Institut Montaigne remercie particulièrement les personnes suivantes pour leur contribution.

Membres du groupe de travail

- **René Ricol**, commissaire général à l'investissement, co-président du groupe de travail
- **François Alter**, directeur du programme Compétitivité et filières industrielles, Commissariat général à l'Investissement
- **Florence Depret**, directrice de Croissance Plus
- **Erwan Harroch**, consultant, rapporteur du groupe de travail
- **Serge Harry**, consultant, conseil du Groupe London Stock Exchange
- **Clothilde Hervouet**, chargée de mission, Croissance Plus
- **Géry-Edouard Lanthier**, associé, Cabinet Mazars
- **Jacky Lintignat**, directeur général France, KPMG
- **Melchior de Metz**, directeur général adjoint du groupe Bruxelles-Lambert
- **Alexia de Monterno**, directrice du développement de l'Institut Montaigne
- **Patrick Ordonneau**, responsable de l'observatoire de la concurrence et des marchés, BNP Paribas
- **Philippe Portier**, avocat, associé, Cabinet Jeantet
- **Jeanne-Marie Prost**, médiatrice déléguée au crédit aux entreprises
- **Xavier Rolet**, directeur général du Groupe London Stock Exchange, co-président du groupe de travail
- **Pascal Werner**, directeur financements, investissements et amorçage, Commissariat général à l'Investissement

Personnes auditionnées

- **Guillaume Arnaud**, associé, Tikehau
- **Gilles Babinet**, président, Conseil national du numérique
- **Fabrice Brégier**, président, Pacte PME et directeur général, Airbus
- **Odette Cesari**, directrice des investissements, AXA France
- **Yann Duchesne**, président, Doughty Hanson
- **Jean-Marc Durand**, directeur de la stratégie, OSEO
- **Thierry Francq**, secrétaire général, AMF
- **Fabrice de Gaudemar**, membre du directoire et co-responsable de l'équipe Investissement, Eurazeo
- **Thierry Giami**, conseiller de la direction générale pour le financement des PME, CDC
- **Benoît de Juvigny**, secrétaire général adjoint, AMF
- **Antoine Lissowski**, directeur général adjoint, directeur financier, CNP Assurances
- **Olivier Millet**, président du directoire, Eurazeo PME
- **Philippe Mutricy**, directeur délégué, CDC Entreprises
- **Bruno de Pampelonne**, associé, Tikehau
- **Paul Perpère**, délégué général, AFIC
- **Gérard Rameix**, médiateur du crédit
- **Hervé Schricke**, président, AFIC
- **Patrick Touton**, associé, IsoDev
- **Jean Claude Volot**, médiateur, Médiation inter-entreprises
- **Caroline Weber**, directrice générale, Middlednext
- **Isabelle de Wismes**, analyste, Capital World Investors
- **Guy Zarzavatdjian**, directeur général, 3i

L'Institut Montaigne remercie également Emmanuelle Barbara, avocate associée, August&Debouzy.

LES PUBLICATIONS DE L'INSTITUT MONTAIGNE

- Une fiscalité au service de la « social compétitivité »
(mars 2012)
- La France au miroir de l'Italie
Marc Lazar (février 2012)
- Pour des réseaux électriques intelligents (février 2012)
- Un CDI pour tous
Céline Gleize (novembre 2011)
- Repenser la politique familiale
Michel Godet (octobre 2011)
- Formation professionnelle : pour en finir avec les réformes inabouties
Pierre Cahuc, Marc Ferracci, André Zylberberg (octobre 2011)
- Banlieue de la République
Gilles Kepel avec la collaboration de Leyla Arslan, Sarah Zouheir
(septembre 2011)
- De la naissance à la croissance : comment développer nos PME
(juin 2011)
- Reconstruire le dialogue social (juin 2011)
- Adapter la formation des ingénieurs à la mondialisation
Romain Bordier, Aloïs Kirchner et Jonathan Nussbaumer
(février 2011)
- « Vous avez le droit de garder le silence... »
Comment réformer la garde à vue
Kami Haeri (décembre 2010)
- Gone for Good? Partis pour de bon ?
Les expatriés de l'enseignement supérieur français aux États-Unis
Ioanna Kohler (novembre 2010)
- 15 propositions pour l'emploi des jeunes et des seniors
(septembre 2010)
- Afrique - France. Réinventer le co-développement (juin 2010)
- Vaincre l'échec à l'école primaire (avril 2010)
- Pour un Eurobond. Une stratégie coordonnée pour sortir de la crise
Frédéric Bonneval (février 2010)

- Réforme des retraites : vers un big-bang ?
Jacques Bichot (mai 2009)
- Mesurer la qualité des soins
Denise Silber (février 2009)
- Ouvrir la politique à la diversité
Eric Keslassy (janvier 2009)
- Engager le citoyen dans la vie associative (novembre 2008)
- Comment rendre la prison (enfin) utile (septembre 2008)
- Infrastructures de transport : lesquelles bâtir, comment les choisir ?
(juillet 2008)
- HLM, parc privé
Deux pistes pour que tous aient un toit
Gunilla Björner (juin 2008)
- Comment communiquer la réforme (mai 2008)
- Après le Japon, la France...
Faire du vieillissement un moteur de croissance
Romain Geiss (décembre 2007)
- Au nom de l'Islam...
Quel dialogue avec les minorités musulmanes en Europe ?
Antonella Caruso (septembre 2007)
- L'exemple inattendu des Vets
Comment ressusciter un système public de santé
Denise Silber (juin 2007)
- Vademecum 2007-2012
Moderniser la France (mai 2007)
- Après Erasmus, Amicus
Pour un service civique universel européen (avril 2007)
- Quelle politique de l'énergie pour l'Union européenne ? (mars 2007)
- Sortir de l'immobilité sociale à la française
Anna Stellingner (novembre 2006)
- Avoir des leaders dans la compétition universitaire mondiale
(octobre 2006)
- Comment sauver la presse quotidienne d'information (août 2006)
- Pourquoi nos PME ne grandissent pas
Anne Dumas (juillet 2006)
- Mondialisation : réconcilier la France avec la compétitivité
(juin 2006)

- TVA, CSG, IR, cotisations...
Comment financer la protection sociale
Jacques Bichot (mai 2006)
- Pauvreté, exclusion : ce que peut faire l'entreprise (février 2006)
- Ouvrir les grandes écoles à la diversité (janvier 2006)
- Immobilier de l'État : quoi vendre, pourquoi, comment
(décembre 2005)
- 15 pistes (parmi d'autres...) pour moderniser la sphère publique
(novembre 2005)
- Ambition pour l'agriculture, libertés pour les agriculteurs
(juillet 2005)
- Hôpital : le modèle invisible
Denise Silber (juin 2005)
- Un Contrôleur général pour les Finances publiques
(février 2005)
- Mondialisation et dépossesion démocratique :
le syndrome du gyroscope
Luc Ferry (décembre 2004)
- Cinq ans après Lisbonne : comment rendre l'Europe compétitive
(novembre 2004)
- Ni quotas, ni indifférence : l'entreprise et l'égalité positive
Laurent Blivet (octobre 2004)
- Pour la Justice (septembre 2004)
- Régulation : ce que Bruxelles doit « vraiment » faire (juin 2004)
- Couverture santé solidaire (mai 2004)
- Engagement individuel et bien public (avril 2004)
- Les oubliés de l'égalité des chances
(janvier 2004 - Réédition septembre 2005)
- L'hôpital réinventé (janvier 2004)
- Vers un impôt européen ? (octobre 2003)
- Compétitivité et vieillissement (septembre 2003)
- De « la formation tout au long de la vie » à l'employabilité
(septembre 2003)
- Mieux gouverner l'entreprise (mars 2003)

Pour les publications antérieures se référer à notre site internet :
www.institutmontaigne.org

INSTITUT MONTAIGNE



GDF Suez
The Boston Consulting Group
Axa
Cremonini
Carrefour
Areva
Rallye – Casino
Allianz
Air France KLM
Servier Monde
Groupama
Bouygues
BNP Paribas
Development Institute International - Dii
BPCE
Bolloré
STMicroelectronics
SNCF Groupe
Redex
McKinsey & Company
Lazard Frères
Michel Tudel & Associés
EADS
Egon Zehnder International
Pierre & Vacances
LVMH – Moët-Hennessy – Louis Vuitton
Schneider Electric
Barclays Private Equity
Caisse des Dépôts
APC – Affaires Publiques Consultants
Groupe Dassault
Eurazeo
Linedata Services
RTE Réseau de Transport d'Electricité
HSBC France
Tecnet Participations
CNP Assurances
SFR
RATP
PricewaterhouseCoopers
Rothschild & Cie
Sodexo
VINCI
abertis
JeantetAssociés

SOUTIENNENT L'INSTITUT MONTAIGNE

INSTITUT MONTAIGNE



The Royal Bank of Scotland France
BearingPoint
Veolia Environnement
Capgemini
GE Money Bank
Association Passerelle
International SOS
Ondra Partners
Sanofi-aventis
Voyageurs du monde
Vivendi
Média-Participations
KPMG S.A.
sia conseil
Assemblée des Chambres Françaises de Commerce et d'Industrie
Tilder
M6
Wendel Investissement
Total
Davis Polk & Wardwell
3i France
august & debouzy avocats
Mercer
WordAppeal
Ricol, Lasteyrie et Associés
IBM
ISRP
Mazars
PAI
Vallourec
Générale de Santé
La Banque Postale
Microsoft
Middlebury
France Télécom – Orange
Stallergenes
Allen & Overy
Suez environnement
Groupe Sorin
Cabinet Ngo Cohen Amir-Aslani
Google

SOUTIENNENT L'INSTITUT MONTAIGNE

Imprimé en France
Dépôt légal : mars 2012
ISSN : 1771-6756
Achévé d'imprimer en mars 2012

INSTITUT MONTAIGNE



COMITÉ DIRECTEUR

- Claude Bébéar** Président
Henri Lachmann Vice-président et trésorier
Nicolas Baverez Économiste, avocat
Jacques Bentz Président, Tecnet Participations
Guy Carcassonne Professeur de droit public,
Université Paris Ouest Nanterre La Défense
Mireille Faugère Directrice, AP-HP
Christian Forestier Administrateur général, Cnam
Michel Godet Professeur, Cnam
Françoise Holder Présidente du Conseil de surveillance, Paul
et administrateur, Groupe Holder
Natalie Rastoin Directrice générale, Ogilvy France
Jean-Paul Tran Thiet Avocat associé, White & Case
Arnaud Vaissié PDG, International SOS
et président de la Chambre de commerce française de Grande-Bretagne
Philippe Wahl Président du directoire, La Banque Postale
Lionel Zinsou Président, PAI partners

PRÉSIDENT D'HONNEUR

- Bernard de La Rochefoucauld** Fondateur, Institut La Boétie

CONSEIL D'ORIENTATION

PRÉSIDENT

- Ezra Suleiman** Professeur, Princeton University
Henri Berestycki Mathématicien, EHESS et université de Chicago
Loraine Donnedieu de Vabres Avocate, associée gérante, JeantetAssociés
Jean-Paul Fitoussi Professeur des Universités, Sciences Po et président, OFCE
Marion Guillou Présidente, INRA
et présidente du Conseil d'administration, École polytechnique
Pierre Godé Vice-président, Groupe LVMH
Sophie Pedder Correspondante à Paris, *The Economist*
Guillaume Pepy Président, SNCF
Hélène Rey Professeur d'économie, London Business School
Laurent Bigorgne Directeur

INSTITUT MONTAIGNE



IL N'EST DÉSIR PLUS NATUREL QUE LE DÉSIR DE CONNAISSANCE

Financement des entreprises : propositions pour la présidentielle

Les PME et ETI rencontrent de réelles difficultés à se développer et ce alors même que leurs fonds propres se sont régulièrement renforcés depuis 10 ans. Ce paradoxe apparent révèle en fait un comportement de repli, très marqué pendant la crise, qui s'est traduit notamment par une forte réduction des investissements.

La reprise de l'investissement, clef de la croissance, est étroitement liée à la question du financement qui se heurte à plusieurs difficultés : désengagement des acteurs institutionnels ; faible relais des marchés financiers ; contraction du capital investissement.

Face à cette situation, l'État n'est pas resté inactif mais dans un contexte de dégradation de nos finances publiques, il peut difficilement s'engager davantage. Devant les risques qui pèsent sur le financement des entreprises, des solutions alternatives et innovantes doivent être trouvées rapidement.

Institut Montaigne
38, rue Jean Mermoz - 75008 Paris
Tél. +33 (0)1 58 18 39 29 - Fax +33 (0)1 58 18 39 28
www.institutmontaigne.org - www.desideespourdemain.fr

10€
ISSN 1771-6764
Mars 2012