

Comportement et interdépendances

Le financement de l'économie et ses acteurs

Le financement de l'économie désigne l'ensemble des modalités par lesquelles les agents économiques se procurent les ressources nécessaires à la réalisation de leurs activités. On distingue traditionnellement deux grands modes de financement, direct et intermédié. Michel Voisin en rappelle les caractéristiques avant d'analyser plus en détail les possibilités de financement et d'épargne offertes aux agents économiques et de faire le point sur l'essor des marchés financiers depuis les années 1980.

C. F.

Économie d'endettement et économie de marchés financiers

En 1960, John Gurley et Edward Shaw (1) opèrent une distinction au sein du système financier en opposant la *finance directe* et la *finance intermédiée*. Ce découpage a été repris par la suite par John Hicks (2), qui différencie l'*économie de marchés financiers* de l'*économie « à découvert »*, assimilée par la suite à l'*économie d'endettement*. Les agents économiques ont le choix entre deux formes de financement : dans le cas du financement direct, il peut y avoir un agent financier (courtier, banque, institution financière spécialisée, etc.), mais son rôle se limite à mettre en relation le prêteur et l'emprunteur. Dans le cas du financement indirect ou intermédié, l'intermédiaire financier fait écran entre les deux types d'agents : il collecte des ressources auprès des agents à capacité de financement, qu'il transforme et prête aux agents à besoin de financement. La « transformation » peut concerner aussi bien l'échéance des titres – l'intermédiaire prête sur longue période des ressources dont le terme est plus court – que le risque – l'intermédiaire finance des projets risqués à partir d'une épargne sécurisée –. L'intermédiation financière permet donc de concilier les souhaits des épargnants et ceux des emprunteurs, les premiers souhaitant généralement des placements liquides et peu risqués, et les seconds ayant en principe besoin de prêts sur le long terme pour des activités au rendement incertain. Lorsque l'institution financière accorde des prêts à partir de ressources préalables, « les dépôts font les crédits ». S'il s'agit d'une banque, elle peut également créer de la monnaie pour répondre aux besoins de financement ; alors, « les crédits font les dépôts ». En cas d'intermédiation, la créance sur l'emprunteur est inscrite à l'actif du bilan de l'institution financière qui assume de ce fait le risque de crédit.

Aux premiers stades du développement économique, les marchés financiers sont peu développés ou inexistant. Le financement dépend principalement des ressources propres de l'entrepreneur ou des emprunts qu'il peut contracter auprès des banquiers ou des usurers. À mesure que l'industrialisation progresse, des moyens supplémentaires doivent être mobilisés pour développer les activités. L'épargne est sollicitée, soit auprès des banques de dépôt qui en assurent la collecte en tant qu'intermédiaires financiers, soit directement sur le marché financier. Cela suppose évidemment des changements institutionnels, comme la création du statut de société anonyme ou l'organisation et la gestion des places financières. Dans les pays les plus avancés et les plus libéraux, les marchés financiers vont connaître un essor considérable et cette forme de financement va s'imposer relativement aux formes intermédiées. Les États-Unis et le Royaume-Uni ont suivi ce mode de développement et figurent aujourd'hui parmi les pays dont les marchés financiers

(1) Gurley J., Shaw E. (1960), *Money in a Theory of Finance*, Washington, Brookings Institution.

(2) Hicks J. (1974), *Money, Interest and Liquidity*.

Comprendre
l'économie
vol. 1
Cahiers français
n° 345

Comportements
et interdépendances

45

Les crises financières nous rappellent le rôle décisif des instruments financiers pour le développement économique. Le financement de l'économie concerne tous les agents économiques. Le système financier met en relation ceux qui ont un *besoin de financement* avec ceux qui *dégagent* au contraire une *capacité de financement*.

Le démarrage de toute activité comprend la mobilisation des ressources financières, qui peuvent avoir différentes origines : l'épargne de l'entrepreneur, le recours au crédit, la recherche de capitaux sur le marché. L'emprunt permet aux ménages de réaliser leurs projets. L'épargne des ménages constitue une ressource importante des marchés financiers qu'il faut canaliser, rémunérer et sécuriser. Différentes stratégies sont possibles pour répondre aux besoins de financement de l'économie, elles dépendent du niveau de développement économique et de l'environnement institutionnel.

sont les plus vastes. Dans les pays où le dirigisme était plus marqué et le système bancaire très présent, l'économie d'endettement à prévalu. Durant les Trente Glorieuses, la France, l'Allemagne ou le Japon relevaient de ce dernier modèle, le financement des entreprises reposait largement sur l'endettement auprès des grandes banques.

Les possibilités de financement offertes aux agents emprunteurs

Les entreprises

L'autofinancement

Les entreprises sont régulièrement confrontées à la nécessité de financer leurs activités. Pour cela, elles peuvent compter sur leur propre épargne. L'autofinancement désigne les moyens financiers dont l'entreprise dispose par elle-même : il s'agit de l'épargne des actionnaires, propriétaires de l'entreprise ou des fonds qu'elle met en réserve. Le volume de ces disponibilités financières dépend de la rentabilité de l'entreprise. L'EBIT (*Earnings before interest and taxes*), ou résultat opérationnel, est un bon indicateur de la capacité à l'autofinancement des entreprises. Cependant, ces moyens financiers peuvent s'avérer insuffisants pour le développement de l'entreprise si elle doit effectuer des investissements lourds. Elle peut alors recourir soit à un financement externe sur le marché, soit à des établissements de crédit.

Le recours aux marchés financiers : l'émission d'actions et/ou d'obligations

Dans le premier cas, deux choix s'offrent à elle : l'émission de titres de propriété supplémentaires (actions) ou l'émission de titres de créance (obligations, billets de trésorerie, etc.). Ces deux solutions sont porteuses de contraintes différentes. Dans le cas d'émission d'actions nouvelles, il faudra trouver de nouveaux partenaires et les attirer par des perspectives

de profit. Cette solution est évidemment conditionnée par l'ambiance générale du marché, une tendance dépressive y étant défavorable. En outre, l'ouverture du capital peut fragiliser les équipes dirigeantes en place et contrarier sa stratégie à long terme ; l'entreprise peut devenir aussi la proie d'autres sociétés si la propriété du capital est dispersée dans le public. Dans le cas de l'émission de titres de créance, un remboursement ultérieur et le versement d'intérêts sont programmés. Lorsque la durée de vie du titre s'inscrit dans le moyen ou le long terme, il s'agit d'une obligation. Le niveau du taux d'intérêt dépend des conditions du marché et de l'évaluation du risque représenté par l'activité de l'entreprise ou l'état de sa santé financière. En cas de ralentissement du rythme de l'activité, la charge de cet endettement peut peser lourdement sur la rentabilité de la société. Pour financer son fonds de roulement, l'entreprise (d'une certaine dimension) peut émettre directement sur le marché des titres à échéance plus courte comme des billets de trésorerie.

Le recours aux établissements de crédit

Les entreprises peuvent également solliciter le concours des établissements de crédit ; les PME y sont généralement contraintes faute d'accès direct au marché. Les banques se chargent alors de la collecte des fonds auprès des épargnants. Les prêts qu'elles consentent sont inscrits comme créances à l'actif de leur bilan. Elles en assument le risque et souvent tentent de l'atténuer en exigeant des garanties. Par la titrisation, elles peuvent essayer de s'affranchir de risques de crédit excessifs en les transférant sur le marché. En consentant des « découverts bancaires » à leurs clients, les banques de dépôt participent à la création monétaire. Les crédits octroyés par les banques à leurs clients génèrent les dépôts à partir desquels ces derniers peuvent honorer leurs dettes. L'escompte de l'effet de commerce confère à la banque créditrice une contrepartie du crédit qu'elle accorde. La création monétaire est adossée à une créance. Cette garantie pourra être mobilisée auprès de la Banque centrale ou sur le marché pour obtenir des liquidités (monnaie de la Banque centrale).

Les entreprises peuvent cependant échapper à l'emprunt bancaire en sollicitant, en tant que clientes, le crédit de leurs fournisseurs par la négociation de délais de paiements. En France, l'endettement des sociétés non financières atteint 41,6 % de l'endettement total (tableau 1).

Tableau 1. L'endettement intérieur total de la France

Secteur financier		Finances		Finances en France 2008	
				en milliards d'euros	
Sociétés non financières	un an et moins		601,0		16,7
	plus d'un an		894,5		24,9
Administrations publiques	un an et moins		148,6		4,1
	plus d'un an		1 041,5		29,0
Ménages	un an et moins		40,4		1,1
	plus d'un an		862,9		24,0
Total			3 588,9		100,0

Source : INSEE première (2008), « Les comptes financiers de la nation en 2007 », n° 1193, Paris, INSEE, mai.

L'État

L'État est le second agent endetté de l'économie française. Il doit gérer l'endettement public résultant des déficits budgétaires passés. La dette publique de l'État français atteignait 1 190 milliards d'euros fin 2007, soit le tiers de l'endettement total. Cet endettement est plutôt financé au moyen d'obligations, les OAT (obligations assimilables du Trésor) ; l'émission de bons du Trésor à court terme permet la gestion de trésorerie de l'État. Les intermédiaires financiers sont généralement les détenteurs de ces titres.

Les ménages

Enfin, les ménages peuvent solliciter des crédits auprès du système bancaire pour financer leurs achats immobiliers ou leurs dépenses de consommation. Les dettes des ménages sont principalement à long terme et concernent, dans ce cas, l'investissement en logement. Elles représentaient 69 % du revenu disponible brut des ménages en 2007.

Les stratégies des épargnants

Actions ou obligations ?

L'épargnant est animé de motivations contradictoires. D'un côté, il souhaite la liquidité de son placement, c'est-à-dire en disposer quand il l'entend, mais aussi la conservation ou la progression de la valeur de son actif et la rémunération la plus élevée possible. Un placement en actions est rémunéré par un dividende, qui varie selon la rentabilité de la société dont elle représente une part du capital. Par conséquent, son rendement est aléatoire et peut même être nul. De plus, le cours de l'action dépend des conditions du marché boursier et peut totalement s'effondrer. L'obligation garantit quant à elle un remboursement intégral du capital à l'échéance et un rendement conventionnel. Ce placement comporte cependant un risque de liquidité et de taux d'intérêt. Les espoirs de gains sont plus limités qu'avec un placement en actions. L'équation consiste à minimiser les risques et le prélèvement fiscal et à maximiser les rendements. Sur les 179 milliards d'euros placés par les ménages en 2007, l'assurance-vie représente un peu plus de la moitié. Elle présente une fiscalité avantageuse si la durée de détention du contrat est longue. La fiscalité influence de façon importante l'orientation des placements. Ainsi, en 2006, l'alourdissement des prélèvements sur l'épargne logement a réorienté les placements vers d'autres supports, essentiellement des placements à terme.

Le développement des investisseurs institutionnels

La complexité de la diversification des risques de placement et la recherche des meilleurs titres ont conduit à la création d'organismes de placements collectifs en valeurs mobilières (OPCVM) en 1988. Créées par les institutions financières, ces structures proposent à l'épargnant l'expertise des gestionnaires de portefeuilles dans le choix des supports de placements financiers. Parmi elles, les sociétés d'investissement à capital variable (SICAV) sont des sociétés anonymes gestionnaires d'un portefeuille de valeurs mobilières d'un capital minimum de 8 millions d'euros. Les fonds commun de placement (FCP) sont une copropriété de valeurs mobilières pour un montant minimum de 400 000 euros. La composition des portefeuilles pourra accentuer ou réduire l'exposition au risque : l'épargnant a ainsi le choix entre des portefeuilles dynamiques ou prudents.

L'ouverture internationale a permis de diversifier les placements. Une grande partie des titres français sont aux mains d'épargnants étrangers, notamment des fonds de pension des pays anglo-saxons. Ainsi, selon la Banque de France (3), 47 % des actions des sociétés françaises du CAC 40 (les plus importantes par la capitalisation) étaient détenues par des non-résidents à la fin 2006. La croissance rapide des marchés financiers a attiré de nouveaux acteurs sur les marchés. Cela n'a pas été sans déconvenues, car les marchés sont instables. Exiger des rentabilités de plus de 15 %, comme le souhaitent certains gestionnaires de fonds (notamment les *hedge funds*), conduit à des excès. Cette logique de « capitalisme patrimonial », selon l'expression de Michel Aglietta, peut amener des corrections sévères qui anéantissent les espoirs d'enrichissement des épargnants.

Évolution du monde bancaire et essor des marchés

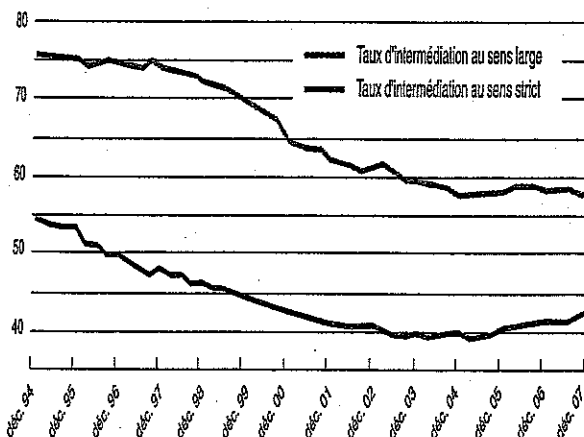
Les années 1980 ont été marquées par une vague de changements structurels et d'innovations financières qualifiée de « 3 D » par H. Bourguinat (4) : désintermédiation, décloisonnement, déréglementation. La *désintermédiation*, dont l'évolution est observable sur le graphique 1, désigne l'autonomisation progressive des agents non financiers vis-à-vis des banques. Les entreprises d'une certaine taille peuvent effectuer directement leurs emprunts sur le marché auprès des épargnants. De nouveaux titres sont émis par les agents non financiers. Le *décloisonnement* désigne l'ouverture

(3) *Bulletin de la Banque de France* n° 161, mai, 2007

(4) Bourguinat H., *Finance internationale*, Paris, PUF, 2000.

internationale des marchés de capitaux par l'abolition du contrôle des changes et la disparition de la distinction des établissements de crédit en banques de dépôt et banques d'investissement. Cette dernière était une conséquence de la crise de 1929 aux États-Unis. Le *Glass Steagall act* de 1933 avait établi une frontière entre les deux types de banques. En effet, les engagements bancaires à long terme gagés sur des ressources à échéances courtes avait conduit à l'insolvabilité des banques, puis à leur faillite durant les années 1930. En France, la loi bancaire de 1945 avait repris à son compte cette séparation des établissements, contrairement à l'Allemagne où le modèle de « banque universelle » prévalait. La construction européenne a conduit la France à abandonner progressivement cette règle de séparation des activités à partir de 1966 (5). La loi bancaire du 24 janvier 1984 a finalement établi un cadre juridique unique pour les établissements de crédit. Aux États-Unis, cette séparation des banques a duré un peu plus longtemps puisqu'elle n'a été abrogée qu'en novembre 1999. Dans le monde bancaire, la concurrence s'est accrue et a conduit à la constitution de groupes gérant tous types d'opérations, prodiguant des conseils et fournissant des services aux agents non financiers. En France, la concentration du secteur financier a progressé puisque le nombre d'établissements de crédit a décliné, passant de 1935 en 1984 à 829 en 2006. Les six principaux groupes bancaires réalisent aujourd'hui 80 % des crédits et reçoivent 90 % des dépôts. La *déréglementation* a consisté en des changements des règles de contrôle des marchés, en la mise en œuvre de nouveaux produits financiers et en une libéralisation de la rémunération de l'épargne.

Graphique 1. Évolution de l'intermédiation financière



Source : Comptes nationaux financiers, Balance des Paiements ; calculs : DESM-SESOF.

Le taux d'intermédiation financière au sens strict représente la part des crédits financés directement par les intermédiaires financiers, c'est une approche par la demande. Le taux d'intermédiation au sens large comprend en outre, les titres émis sur le marché par les agents non financiers et détenus en portefeuille par les intermédiaires financiers, c'est une approche par

Les marchés boursiers ont connu un essor sans précédent durant les années 1990. Selon Euronext NYSE, en vingt ans, la capitalisation boursière des sociétés du CAC40 a été multipliée par 18 tandis que le volume des échanges s'est accru de 42. Les pays caractérisés par une économie de marchés financiers ont conservé une avance sur les autres. Mais, comme le révèle le classement des places financières (tableau 2), les bourses des économies émergentes progressent fortement.

Tableau 2. Les capitalisations d'actions domestiques dans le monde en 2007

(en milliards d'euros)

Rang	Bourse	Volume
1	NYSE	10 705,2
2	Tokyo SE	2 962,4
3	Euronext	2 882,6
	dont Euronext Paris	1 874,4
4	Nasdaq	2 745,3
5	London SE	2 634,6
6	Shanghai	2 526,9
7	Hong Kong Exchanges	1 815,6
8	TSX Group	1 495,6
9	Deutsche Börse	1 440,0
10	Bombay SE	1 244,3

Source : World Exchange Federation (WFE) et Euronext Paris.

L'innovation financière et les risques

L'innovation financière désigne la création de produits financiers adaptés aux besoins des emprunteurs : obligations convertibles en actions, garanties contre les risques, instruments permettant la flexibilité des rémunérations. Des produits dérivés ont été créés durant les années 1980 pour faire face aux risques de prix. Cela peut concerner les taux d'intérêt, le taux de change, la valeur d'un portefeuille de titre. Contrats à terme (*futures*), options (*warrants*), *swaps* répondent à ces besoins de couverture. De plus en plus sophistiqués, ces produits financiers permettent de partager les risques entre de nombreux intervenants sur le marché. H. Bourguinat déplore toutefois leur manque de transparence.

La théorie financière montre que l'« efficacité » des marchés financiers est la condition pour que l'allocation des ressources se réalise de façon optimale. Le cours de l'action révèle alors les anticipations sur les performances de l'entreprise ; le taux d'intérêt du marché au jour le jour témoigne des tensions ou de l'équilibre entre l'offre et la demande de liquidités. Plusieurs conditions sont nécessaires pour parvenir à ce résultat : l'unicité des cotations, la libre circulation de l'information, son exactitude et sa diffusion au bon moment. Pour cela, différents dispositifs ont été établis. D'abord, des agences de notation étudient soigneusement la situation des

éceder en vingt AC40 change mie d' autres incière gente emprunteurs et décernent des notes informant sur leurs capacités à rembourser leurs emprunts. Ces agences sont au nombre de trois : Moody's, Standard and Poor's, Fitch rating. Ensuite, des autorités de contrôle ont été créées. En France, La loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003 confie à la commission bancaire le contrôle des établissements de crédit. Cette institution examine l'exposition au risque des banques et leur respect des règles prudentielles. La même loi a créé une autorité des marchés financiers pour protéger les épargnants, veiller à leur information et s'assurer du bon fonctionnement des marchés. En haut de l'édifice, la Banque centrale exerce son contrôle sur la rémunération à court terme et vise par son action à stabiliser l'inflation à un faible niveau. En cas de difficultés de refinancement, son action est indispensable à l'équilibre du système, comme on l'a vu à la fin de 2007.

Le débat entre Joseph Schumpeter et Joan Robinson durant les années 1930 n'est toujours pas tranché (6). Pour Schumpeter, les services rendus par les intermédiaires financiers sont indispensables au développement de l'innovation, donc de l'entreprise. Pour Robinson, la finance est secondaire relativement à l'activité industrielle ; ce qui compte, c'est l'activité productive. Le système

financier contribue seulement à mettre de l'huile dans les rouages. Les liens entre activité économique et sphère financière sont aujourd'hui de plus en plus étroits. La récente crise des *subprimes* aux États-Unis a révélé la globalité des questions financières. La défaillance d'un segment entraîne des effets sur toute la chaîne (risque systémique). L'efficacité économique exige une circulation de l'information rapide et une interconnexion des marchés, de sorte que les projets les plus rentables soient financés. La mondialisation financière y pourvoit, mais un contrôle des institutions est plus que jamais nécessaire pour éviter les fraudes et les excès. Pour le moment, il s'exerce surtout au niveau de chaque nation.

Michel Voisin,
professeur de Sciences économiques
et sociales au lycée Clemenceau (Reims)
et à Reims Management School

(6) Cf. Hamon *et al.* (2007).

Comprendre
l'économie
vol. 1
Cahiers français
n° 345

Comportements
et interdépendances

49

Pour en savoir plus

Autorité des marchés financiers (2008), *Rapport annuel 2007*, Paris, AMF.

Banque de France, *Bulletins mensuels et statistiques de l'intermédiation*.

Hamon J., Jacquillat B., Saint-Étienne C. (2007), *La consolidation mondiale des bourses*, Rapport du CAE n° 67, Paris, La Documentation française.

INSEE première (2008) « Les comptes financiers de la nation en 2007 », n° 1193, Paris, INSEE, mai.

Montel-Dumont O. (dir.) (2006), « Le financement de l'économie », *Cahiers français* n° 331, Paris, La Documentation française, mars-avril.

Giraud P.-N. (2001), *Le commerce des promesses*, Paris, Seuil.

Les marchés sont devenus la première source de financement des plus grandes entreprises. Mais pour les plus petites, le recours aux banques reste de mise.

Comment les marchés financent les entreprises

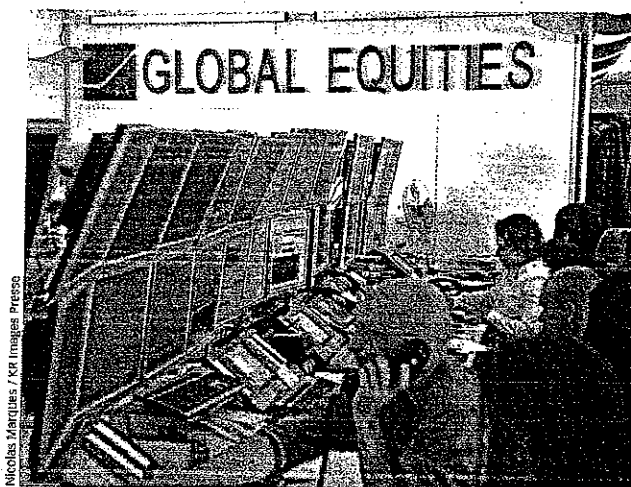
Le développement des marchés financiers a radicalement modifié la façon dont les entreprises se financent. Il y a trente ans, les crédits accordés par les banques représentaient leur première source de financement : ils avoisinaient 39 % de leur passif (●) en 1979 en France, contre seulement 24 % en 2009. Les entreprises ont en effet de plus en plus privilégié le financement par actions, c'est-à-dire en faisant appel à l'épargne, ouvrant les titres de propriété sur une partie de leur capital aux investisseurs. Résultat : leur poids dans le passif des entreprises françaises a doublé en trois décennies, passant de 28 % à 57 %, après en avoir représenté jusqu'aux deux tiers à la fin des années 1990.

Cet constat ne signifie pas dire que toutes les entreprises sont entrées comme un seul homme en Bourse, loin de là. Les actions cotées sur les places boursières restent minoritaires, seulement 27 % de l'ensemble des actions en France en 2009. L'introduction en Bourse reste en effet réservée aux plus

grandes entreprises : seules 660 entreprises étaient cotées au milieu des années 2000 sur Euronext Paris, sur les 2,5 millions que comptait l'Hexagone à cette époque.

Les contraintes des marchés

Depuis la libéralisation et le décloisonnement des marchés de capitaux dans les années 1980, les grandes firmes de tous les pays y ont puisé les moyens de développer leurs ambitions, notamment à l'international. Le processus est allé très loin puisque beaucoup d'entreprises cotées en Bourse, en particulier les françaises, ont vu la part de leur capital détenue par des investisseurs étrangers s'accroître de manière importante : à la fin 2009, elle représentait 42,3 % du capital des entreprises du CAC 40. Leur capital étant souvent très dilué, elles courent le risque d'être rachetées et leur personnel de subir des décisions imposées de l'extérieur. C'est le prix à payer pour construire à coups de fusions-acquisitions records des multinationales toujours plus puissantes et présentes



Entreprise d'investissement financier. Le *private equity*, la levée de fonds auprès de personnes physiques ou d'acteurs financiers spécialisés, est très développé aux États-Unis, mais peu en Europe.

sur les cinq continents.

Autre revers de la médaille, les actionnaires ont occupé un poids croissant dans la gestion des entreprises, de plus en plus orientée vers la satisfaction de leurs intérêts spécifiques : les dividendes nets versés par les entreprises françaises à leurs actionnaires

ont ainsi été multipliés par 4,5 depuis 1993, alors que leur excédent brut d'exploitation (●), qui mesure la rentabilité de leur exploitation courante, n'a lui augmenté que de 70 % dans le même temps. C'est une logique mortifère pour les stratégies industrielles de long terme, qui pousse aujourd'hui les entreprises à s'endetter pour pouvoir continuer à verser de confortables dividendes. De ce point de vue, la crise n'a pas allégé la pression : pour conforter leurs actionnaires dépités par la chute générale des cours de Bourse, les entreprises sont nombreuses à avoir annoncé des versements de dividendes pour les prochaines années en décalage total avec leurs perspectives réelles de croissance.

Les marchés hors Bourse

Si les actions cotées sont devenues une ressource de premier plan pour les plus grandes

Les entreprises ont toujours besoin des banques

Enfin, les banques françaises n'auront pas eu la peau du médiateur de crédit. Bien qu'elles aient donné de la voix pour critiquer cette ingérence dans leurs affaires, le gouvernement a reconduit en octobre dernier le dispositif de médiation du crédit aux entreprises mis en place

dans l'Hexagone à l'automne 2008. Il s'agissait alors d'éviter que les établissements bancaires, en pleine crise des *subprime*, ne coupent le robinet du financement de l'économie réelle, déclenchant une cascade de faillites. La mesure n'a pas été inutile : plus de 12 000 entreprises

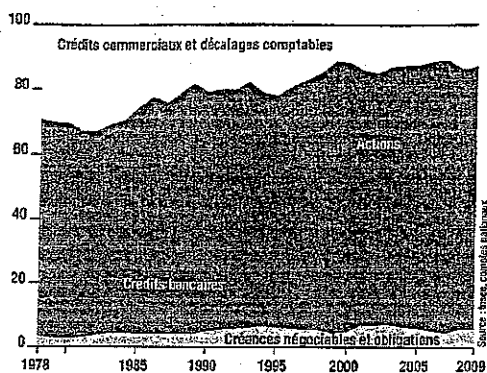
auraient trouvé par ce biais une solution de financement, préservant au passage 218 000 emplois. Comme quoi, en dépit de trente ans d'essor des marchés financiers, de nombreuses entreprises ont toujours besoin des banques pour financer leur activité. ●

entreprises, les actions ne faisant pas l'objet d'une cotation ont connu un essor à peu près aussi soutenu et représentent la majorité des titres dans la nature. Pour les plus petites entreprises, il s'agit des parts prises par le cercle des proches et des parents. Pour celles qui commencent à prendre de l'ampleur (les entreprises de taille intermédiaire notamment, dont l'effectif oscille entre 250 et 5 000 salariés et qui ont de gros besoins de capitaux pour se développer), ces actions relèvent de ce qu'on appelle le *private equity* : des capitaux propres apportés par des personnes physiques (les fameux *business angels*) ou des acteurs financiers spécialisés. On parle alors de capital-risque pour les apports destinés aux très jeunes entreprises gourmandes en financement (comme dans la *high-tech*), et de capital-développement pour les entreprises plus matures, qui ont besoin de capitaux pour continuer à grandir. Ces opérations sont courantes aux Etats-Unis, où le marché du *private equity* est très développé et contribue activement à l'émergence et au développement des champions technologiques de demain.

En Europe et en France notamment, ce financement peine à décoller : la tradition des *business angels* y est moins ancrée et le cadre institutionnel guère propice. En particulier, l'Europe ne dispose pas d'un équivalent du Nasdaq (●) américain, qui a permis ces dernières années à nombre d'entreprises pas encore assez importantes pour entrer à la Bourse de New York d'être cotées sur un marché financier. Pour les actionnaires de la première heure, la cotation de leur jeune pousse au

Les actions, première source de financement des entreprises

Répartition du passif des entreprises françaises, en %



Nasdaq présente l'avantage de pouvoir se défaire facilement de leur participation. Une sortie bien moins évidente en Europe en l'absence d'un marché prévu pour cela.

Le recours croissant aux proches et aux *business angels* pour entrer au capital des entreprises ne suffit cependant pas à expliquer l'ampleur du développement du volume des actions non cotées : il a en effet été multiplié par vingt au passif des entreprises françaises ces trente dernières années. Ce

Avec la crise, les entreprises se sont massivement tournées vers l'émission d'obligations pour faire entrer un peu d'argent frais

mouvement s'observe également lorsqu'on jette un œil sur leur actif, c'est-à-dire sur ce qu'elles possèdent : jusqu'à 60 % de ces avoirs sont constitués d'actions, qui pour plus de 90 % d'entre elles sont non cotées. C'est tout simplement le signe de l'insertion croissante des entreprises dans des groupes de grande taille : un salarié français sur trois travaillait en 2006 dans une entreprise comptant plus

de 1 000 salariés, contre un sur quatre vingt ans plus tôt. Ce développement des groupes n'est lui-même pas sans conséquence sur la manière dont les entreprises qui en font partie se financent : il est en effet monnaie courante qu'une maison mère prête de l'argent à ses filiales, ce qui limite d'autant le recours au système bancaire.

Les entreprises s'endettent

Il reste encore deux autres moyens pour les entreprises de se financer sans passer par le système bancaire. Le premier a trait aux dettes que l'entreprise contracte vis-à-vis de ses clients ou de ses fournisseurs. Il consiste à facturer le plus tôt possible aux premiers les biens ou les services qu'elle leur vend, tout en repoussant au maximum l'échéance de payer ce qu'elle doit à ses fournisseurs. Ce mode de financement donne lieu à des excès dans la mesure où il reflète bien souvent le pouvoir de marché que possède une entreprise par rapport à ses partenaires. Ainsi la grande distribution est-elle particulièrement critiquée pour les délais de paiement excessifs qu'elle impose à ses fournisseurs. En

France, les pouvoirs publics ont cherché récemment à réduire ces excès.

L'autre moyen de financement hors banques fait de nouveau appel aux marchés financiers : il s'agit d'émettre des titres de dettes (obligations pour l'emprunt à long terme ou bons de trésorerie pour les prêts de court terme). Le recours à ces instruments s'est développé depuis trente ans, mais il connaît un essor particulier depuis la crise : confrontées aux restrictions de crédit des banques et à la chute du cours de leurs actions, les entreprises se sont massivement tournées vers l'émission d'obligations pour faire entrer un peu d'argent frais.

Au cours des dernières décennies, le paysage de la finance d'entreprise semble donc s'être considérablement « désintermédié », au sens où les banques y jouent un rôle moindre. Mais le constat est doublement trompeur. D'abord, parce que les acteurs achetant les titres de dette des entreprises sur les marchés sont presque exclusivement des institutions financières. Ensuite, parce que l'écrasante majorité des entreprises n'a pas accès à ces instruments de marché, du fait de leur trop petite taille. Pour elles, les banques restent incontournables, comme l'ont montré leurs inquiétudes vis-à-vis du tarissement du crédit depuis fin 2008.

Il est cependant vain d'attendre des banques qu'elles ouvrent sans restriction les vannes du crédit pour les entreprises. Comme les investissements malheureux auxquels elles se sont livrées sur les marchés financiers, le prêt aux entreprises est une activité risquée, à la rentabilité aléatoire. Pour améliorer l'accès au financement des entreprises, il est sans doute plus raisonnable que les pouvoirs publics envoient les bons signaux. Par exemple en France, en orientant l'épargne des ménages vers le financement d'activités productives. ● Marc Chevallier