

Le financement des entreprises

Les entreprises se définissent comme des agents économiques dont la fonction principale consiste à produire des biens et des services marchands, créer de la valeur et, sauf exceptions, dégager un profit.

Pour exercer son activité, l'entreprise doit d'abord engager des dépenses avant de percevoir des recettes : réaliser des investissements, acheter des matières premières, rémunérer son personnel... Ce n'est qu'ultérieurement, à l'issue de la production et de la commercialisation, que des recettes seront encaissées après la réalisation des ventes. Il y a donc un décalage dans le temps entre les paiements et les encaissements. Celui-ci s'observe dès la création de l'entreprise, lors de la constitution du capital productif et l'exécution des premières dépenses. Il se poursuit durant les opérations d'investissement et dans le cycle d'exploitation. Il est à l'origine d'un besoin de financement que l'entreprise devra couvrir en se procurant des fonds selon différentes modalités.

La question du financement est donc au cœur des problématiques économiques puisque sans financement, il n'y a pas d'activité productive donc de création de valeur.

Pour un chef d'entreprise, la politique de financement fait partie des trois plus grandes décisions en matière de gestion financière. Celle-ci consiste en effet à prendre les décisions les plus rationnelles en matière d'investissement, de financement et de distribution des bénéfices. Ces trois champs sont intimement liés entre eux. La décision de distribuer des bénéfices sera fonction d'un choix judicieux d'investissements rentables qui auront été financés de manière adéquate au coût le plus intéressant.

Cette publication fournit une approche globale du financement des entreprises. Elle présente ses principaux acteurs, dresse un panorama de ses différentes modalités et en dégage les grandes tendances actuelles, en apportant un éclairage particulier sur le comportement des entreprises selon leur taille. Des informations plus détaillées sont fournies dans le *Référentiel des financements des entreprises*, diffusé par la Banque de France sur son site Internet (www.banque-france.fr).

1| PANORAMA DES SOURCES DE FINANCEMENT DES ENTREPRISES

1|1 Typologie des financements d'entreprise

La présentation des modes de financement d'une entreprise peut s'articuler autour de plusieurs critères.

L'origine des fonds : financement interne et financement externe

Dans le cas du financement interne (autofinancement), l'entreprise consacre tout ou partie de ses résultats à son propre financement en réinvestissant son épargne dans l'activité productive.

Cette ressource s'avère souvent insuffisante pour couvrir à elle seule l'ensemble des besoins, notamment pour les entreprises en phase de croissance et réalisant des investissements. C'est pourquoi, lorsqu'une entreprise a besoin d'augmenter ses ressources, au-delà de ce que permet l'accumulation des résultats mis en réserve, elle doit recourir à des financements externes qui augmentent son passif et qu'elle obtient auprès d'agents dégageant une capacité de financement (ménages, intermédiaires financiers, autres entreprises disposant, ponctuellement ou structurellement, d'un excédent de trésorerie).

La nature des ressources : distinction entre fonds propres et endettement

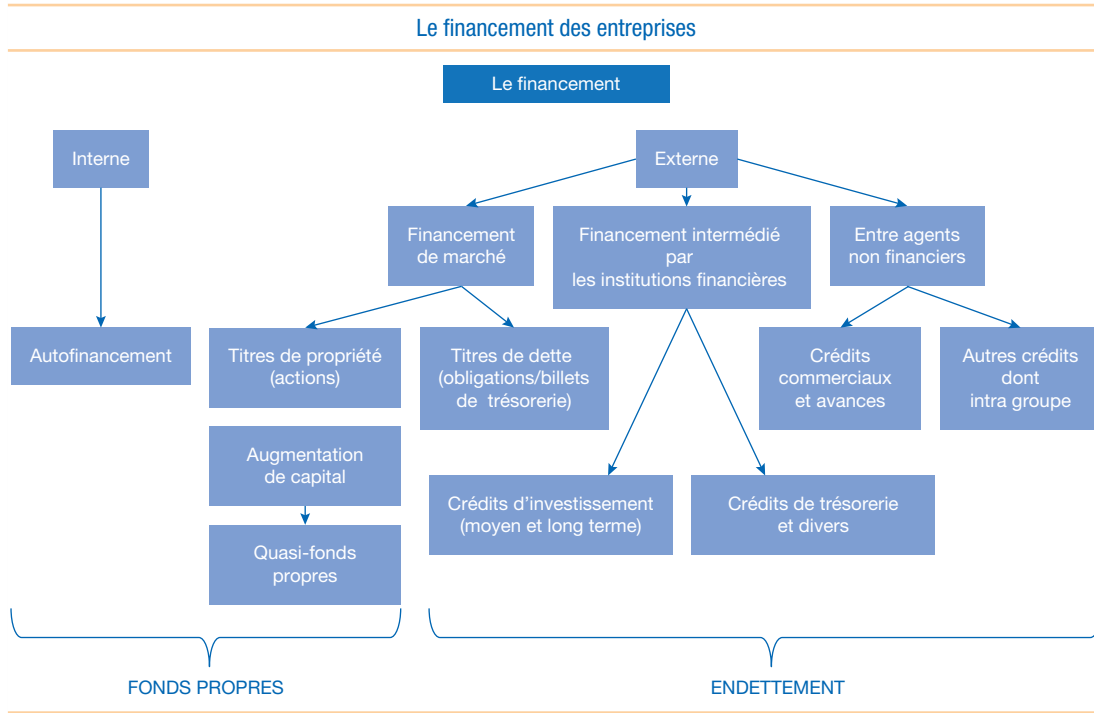
Un emprunt (endettement) est une opération financière qui consiste pour l'entreprise à solliciter un (ou plusieurs) créancier(s) pour mettre à sa disposition une somme d'argent (capital) pour une durée définie, contre l'engagement de le rembourser et de le rémunérer. Schématiquement, l'entreprise peut emprunter auprès d'une banque ou émettre un titre de créance (obligations, billets de trésorerie, etc.). Ces opérations donnent lieu à un contrat entre le prêteur et l'emprunteur.

Les fonds propres correspondent à des ressources définitivement acquises à l'entreprise car ils ne sont assortis d'aucune échéance de remboursement alors que les dettes, même à très long terme, sont des ressources temporaires que l'entreprise doit restituer à l'échéance.

Outre l'autofinancement, les fonds propres se composent des capitaux propres et ressources assimilées apportés par les propriétaires au moment de la constitution de l'entreprise ou lors d'une augmentation du capital auprès des actionnaires existants ou nouveaux.

Seule la détention de capitaux propres donne le droit de participer à la vie sociale de l'en-

Schéma



Le financement des entreprises

entreprise. Pour sa part, la dette confère aux créanciers des droits légaux prioritaires sur les résultats. En cas de liquidation de l'entreprise, ils sont remboursés avant les propriétaires de l'entreprise.

Les apporteurs de capitaux prennent donc un risque plus important que les créanciers. Ils sont responsables des dettes de l'entreprise (à la hauteur de leur apport) et le remboursement des prêts est prioritaire sur la préservation des fonds propres. En contrepartie, ils espèrent un rendement supérieur, sous la forme de dividendes, si l'entreprise en distribue et suite à l'augmentation de la valeur de leurs actions ou parts lors du développement de l'entreprise.

La frontière entre ces deux sources de financement n'est toutefois pas toujours aisée à établir en raison de la création de produits financiers innovants, combinant les caractéristiques du capital et de la dette (actions sans droit de vote, titres hybrides,...).

Les modalités d'accès : financement intermédiaire et désintermédié

Il existe deux circuits de financement pour l'entreprise à la recherche de capitaux. Le financement indirect repose sur l'intervention d'un intermédiaire financier, le plus souvent une banque, qui assure la « transformation » de l'épargne. C'est le cas par exemple quand une banque utilise les dépôts des ménages sur des livrets bancaires afin de les prêter à une société.

L'autre moyen est le financement direct par les marchés de capitaux. La société émet des titres qui sont achetés par des investisseurs. Il peut s'agir de titres de créances (du type obligation) ou de titres de propriété (du type action). Le titre est négociable : son détenteur peut le céder, soit en bourse lorsque la société est cotée sur un marché réglementé ou organisé, soit de gré à gré.

Selon la réglementation, la taille et la stratégie de l'entreprise, l'émission de parts de capital peut se faire sur un marché, organisé ou non, ou hors marché auprès d'investisseurs professionnels (*private equity*) ou non (famille, amis, *business angels*).

Quant à l'endettement, l'accès au marché dépend du statut juridique de l'entreprise, de sa taille et de la qualité de sa dette.

L'objet du financement : investissement (moyen long terme) et cycle d'exploitation (court terme)

Le cycle d'investissement concerne l'acquisition et l'utilisation des immobilisations nécessaires à l'activité de l'entreprise (terrains, locaux, matériels). Ce cycle est long (plusieurs années). Il démarre dès la constitution de l'entreprise. Ces actifs ayant vocation à rester durablement dans l'entreprise, leur financement est assuré de préférence par des ressources stables (fonds propres, endettement obligataire, emprunt bancaire à moyen ou long terme...).

Les besoins relevant de l'exploitation courante des entreprises ont essentiellement pour origine les décalages entre les dépenses et les recettes d'exploitation. En effet, entre l'achat des matières premières et la vente des produits finis s'écoule un délai variable qui dépend de la longueur des opérations de transformation et de stockage. En outre, les ventes sont fréquemment assorties de délais de paiement et les entreprises doivent ainsi disposer de ressources de trésorerie suffisantes pour porter des actifs d'exploitation qui comprennent

à la fois des stocks de marchandises – ou des travaux en cours – et des créances sur la clientèle. Il existe de nombreux financements spécialisés destinés à couvrir ce besoin, dit besoin en fonds de roulement (BFR), généralement de court terme (≤ 1 an). Ils sont d'origine bancaire (mobilisation de créances commerciales, crédits de trésorerie), de marché (billets de trésorerie) ou proviennent d'autres agents non financiers tels le crédit consenti par les fournisseurs ou les avances de fonds intragroupe (par exemple d'une société mère à ses filiales).

Cette distinction, entre haut et bas de bilan, respectivement pour le financement de l'investissement et du cycle d'exploitation, n'est toutefois pas absolue. En fonction de sa stratégie et des moyens dont elle dispose, une entreprise peut décider d'affecter des ressources longues – autofinancement, prêts de consolidation – à des emplois de court terme afin d'équilibrer globalement sa structure financière.

La présentation qui suit est fondée sur celle du passif d'un bilan. Ce dernier reprend en effet toutes les ressources de l'entreprise, tant au niveau des fonds propres que de l'endettement à long, moyen et court terme.

1|2 Le financement propre : capitaux propres et quasi-fonds propres

Pour l'entreprise il existe trois possibilités de financement en fonds propres : dégager des ressources de son activité ; céder des actifs qu'elle détient ; procéder à une augmentation de capital. S'ajoutent diverses ressources qui ne peuvent pas être assimilées de façon évidente à des ressources propres ou à de l'endettement.

Le financement interne : la capacité d'autofinancement et l'autofinancement

Comptablement, la capacité d'autofinancement correspond au solde des produits et charges de gestion susceptibles de se transformer, immédiatement ou à terme, en mouvement de trésorerie : c'est le solde des opérations monétaires du compte de résultats, d'où l'appellation courante de « *cash flow* ». Sont ainsi exclus de son calcul certaines charges non décaissables, se rapportant à des opérations purement comptables (éléments calculés tels que les dotations sur amortissements et provisions).

La capacité d'autofinancement exprime ainsi le flux net potentiel de trésorerie, secrété à partir de l'ensemble des opérations de gestion de l'entreprise (y compris les opérations exceptionnelles).

Elle représente le revenu acquis à l'entreprise, après rémunération de l'ensemble de ses partenaires : fournisseurs, personnel, prêteurs, pouvoirs publics.

La capacité d'autofinancement conduit naturellement au calcul de l'autofinancement, par déduction des dividendes mis en distribution qui correspondent à la rémunération des capitaux propres. Celle-ci est d'importance variable selon les entreprises : fonction de leur statut juridique, elle dépend également de la répartition du capital, du pouvoir des instances dirigeantes, etc.

L'autofinancement constitue la ressource interne, issue des résultats de son activité globale, dont l'entreprise dispose pour couvrir

ENCADRÉ 1

les différentes catégories d'entreprises

La nature juridique et la taille des entreprises influencent directement le type de financements auxquels elles sont susceptibles de recourir.

Aux termes de la Comptabilité nationale, elles se répartissent en deux catégories principales :

- les sociétés non financières qui ont le plus souvent une personnalité juridique propre (sociétés anonymes (SA, SARL, SAS), coopératives, sociétés de personnes, établissements publics industriels et commerciaux (EPIC), associations sans but lucratif, *holding*, etc.) et une comptabilité distincte de celle de leur propriétaire ;
- les entreprises individuelles dont la personnalité juridique n'est pas différente de celle de leur propriétaire.

Il existe en France environ 3,7 millions d'entreprises dont la moitié a le statut d'entreprise individuelle, ce qui exclut naturellement le financement par actions.

La loi de modernisation de l'économie ¹ définit la notion statistique d'entreprise à partir de leur taille, en combinant trois critères : le chiffre d'affaires, les effectifs et le total du bilan. Les grandes entreprises (GE) (environ 210 groupes) ont accès à toute la gamme des instruments financiers et recourent largement aux marchés. Les entreprises de taille intermédiaire (ETI) (environ 4 800 entités) passent progressivement d'un financement bancaire à un financement plus désintermédié. Pour les PME, qui constituent plus de 99 % du nombre total des entreprises, notamment le segment des très petites entreprises (TPE), (auxquelles appartiennent les entreprises individuelles) l'autofinancement et le crédit bancaire sont prédominants. Elles ont peu ou pas accès aux marchés et entretiennent une relation commerciale étroite avec leurs banques.

¹ Voir son décret d'application 2008-1354 publié le 20 décembre 2008 <http://www.legifrance.gouv.fr>

Le financement des entreprises

en tout ou partie les emplois de l'exercice : investissements en actifs immobilisés, accroissement des BFR d'exploitation ou hors exploitation, augmentation des disponibilités.

Il a une triple vocation :

- assurer le maintien ou le renouvellement de l'outil de production de l'entreprise : c'est le rôle des amortissements ;
- faire face aux risques probables ou possibles : c'est le rôle des provisions ;
- financer l'expansion de l'entreprise : c'est le rôle du bénéfice net après distribution affecté en augmentation des réserves.

Son niveau conditionne les possibilités de recours à de nouveaux emprunts : lorsque l'entreprise examine l'opportunité d'accroître son endettement (dans le cadre d'un investissement donné ou en substitut d'autres moyens de financement), il lui appartient, en effet, de connaître dans quelle mesure elle pourra faire face à ses échéances grâce à ses propres ressources internes.

Les cessions d'actifs

Ces ressources dites de « désinvestissement » peuvent constituer un appoint non négligeable. Avant de rechercher des concours externes, le chef d'entreprise doit s'assurer qu'il ne dispose pas de matériel inutilisé dont la cession constituerait un acte de bonne gestion.

Le produit de cession constitue une ressource comptabilisée en produit exceptionnel sur opération en capital, pour la valeur effective de la cession et n'entre pas dans le calcul de la capacité d'autofinancement. En effet, en temps normal, les cessions d'actifs sont plutôt utilisées à des fins de renouvellement des immobilisations ou de mise en œuvre de stratégies de recentrage d'activité (cessions de participations ou filiales) et non pour obtenir des capitaux.

Le financement par le capital et les actions

Les **actions** sont des titres de propriété délivrés par des sociétés de capitaux (par exemple les sociétés anonymes) émises en contrepartie des apports réalisés par les associés lors de la création de la société (création du capital social)

ou à l'occasion des augmentations de capital ultérieures.

Elles confèrent à leurs détenteurs la propriété d'une partie du capital social d'une société.

L'augmentation du capital, lorsqu'elle est effectuée en numéraire, permet de lever des fonds destinés au développement de l'activité ou, le cas échéant, à combler des pertes. C'est une décision importante qui suppose une modification des statuts de la société, relevant de la compétence de l'assemblée générale extraordinaire qui détermine notamment le montant de l'émission et, par voie de conséquence, le nombre d'actions nouvelles à émettre. Ce montant peut être majoré d'une prime d'émission, surplus qui vient s'ajouter aux réserves et l'émission parfois assortie d'un droit préférentiel de souscription au profit des actionnaires « historiques » visant à préserver leur pourcentage du capital dans la société.

Les apports peuvent aussi se faire en nature (biens), ce qui est fréquent dans le cadre des restructurations d'entreprises : fusions, absorptions, apports partiels d'actif.

Il existe d'autres modalités d'augmentation de capital telles que l'incorporation des réserves au capital ou la conversion de dettes. Elles ne constituent pas un véritable moyen de financement puisqu'il ne s'agit que d'un transfert comptable et non de nouveaux apports propres mais elles améliorent le « crédit » de la société car le capital est la garantie des tiers traitant avec l'entreprise. L'incorporation des réserves, interdisant leur distribution, rassure les créanciers, actuels ou potentiels. Aussi, les banques subordonnent-elles parfois l'octroi de prêts à une augmentation de capital lorsque la société a un capital faible et des réserves importantes.

Les subventions d'investissement

Ce sont des aides financières versées par une institution publique (la Communauté européenne, l'État, une collectivité territoriale, ou un organisme public) ou privée à titre ponctuel ou reconductible pour la réalisation d'une finalité précise. Les subventions sont inscrites en capitaux propres au passif du bilan. Elles ne sont pas destinées à être remboursées, mais sont définitivement acquises à l'entreprise, sauf si celle-ci ne satisfait pas à toutes les conditions qui sont stipulées pour leur octroi. Les aides à l'investissement attribuées aux entreprises

s'adressent principalement aux secteurs Transports et Immobilier (notamment le logement social *via* les aides aux organismes HLM).

Les quasi-fonds propres

La notion de fonds propres est plus large que celle de capitaux propres. Elle intègre des ressources assimilables, par exemple des provisions pour risques et charges, ne correspondant pas à des dépenses prévisibles et qui ont en fait un caractère de réserves. De la même façon, des ressources, normalement comptabilisées en dettes, peuvent être, en raison de leur nature, de leur origine ou de leur stabilité, considérées comme des « quasi-fonds propres ».

Depuis plusieurs années, les entreprises ont émis des titres qualifiés « d'hybrides », ou mis en place des financements structurés qui combinent les caractéristiques des deux types de produits.

Par exemple, l'instrument n'est pas remboursable, ou son remboursement est sous contrôle exclusif de l'émetteur ou s'effectue par émission et attribution d'un autre instrument de capitaux propres, ou bien encore, il s'agit d'une créance de dernier rang.

Bien que ces produits donnent l'impression de faire appel à des techniques d'ingénierie financière très complexes, elles répondent en réalité aux préoccupations d'entreprises éprouvant des difficultés à collecter des fonds auprès d'investisseurs plutôt enclins à investir dans des produits financiers plus ordinaires (affaire déjà très endettée, volonté des actionnaires de limiter l'ouverture du capital ou, à l'inverse, de trouver des partenaires pour entrer dans le capital...).

– Des obligations aux caractéristiques particulières

Diverses variétés d'obligations, qui s'apparentent en première analyse à des dettes, donnent accès au capital de l'entreprise, au terme d'une durée variable de détention : **obligations convertibles** (OCA), **obligations à bons de souscription en actions**, **obligations remboursables ou échangeables en actions** (ORA, OEA). **Les actions de préférence**, les titres subordonnés à durée indéterminée, **les titres super-subordonnés**, les **actions privilégiées**, les **certificats d'investissement**, constituent d'autres catégories de **titres hybrides**.

D'autres types de produits se révèlent également difficiles à classer dans une catégorie de financement bien délimitée.

– Les titres participatifs (loi Delors du 3 janvier 1983)

Les **titres participatifs**, en voie de disparition, étaient destinés aux sociétés du secteur public venant d'être nationalisées. Le créancier reçoit des intérêts dont une partie est fixe et une autre variable. La dette peut acquérir un caractère perpétuel. Elle est remboursable en cas de liquidation ou sur initiative de l'entreprise (sept ans après l'émission). Les créanciers n'ont pas de priorité de remboursement, ils sont remboursés après tous les autres.

– Les prêts participatifs (loi Monory de 1978)

Ce dispositif des **prêts participatifs** est destiné au financement à long terme des entreprises, tout particulièrement des PME, y compris les entreprises individuelles. Il s'analyse comme un moyen de financement intermédiaire entre le prêt à long terme et la prise de participation. À l'origine, le remboursement du prêt participatif est subordonné au remboursement intégral par l'emprunteur de toutes ses autres créances bancaires (la dette est alors dite « subordonnée »). Il ne confère aucun droit de vote au prêteur et il est accordé moyennant le service d'un intérêt fixe, généralement majoré d'une participation au bénéfice net de l'emprunteur.

Sa nature juridique – fonds propres ou simple créance détenue par un tiers – fait néanmoins débat.

– Le financement mezzanine

La **dette mezzanine** est un mode de financement couramment utilisé lors de montages financiers de type LBO (*Leveraged Buy Out*). Le principe du LBO est de racheter une entreprise cible *via* une société *holding* qui s'endette pour réaliser l'opération. Pour cela, elle dispose de deux types de financement externes : la dette senior, généralement un emprunt bancaire classique, et la dette mezzanine. Celle-ci s'intercale entre les capitaux propres et les dettes « senior ». Son remboursement est subordonné, c'est-à-dire qu'il ne débute

Le financement des entreprises

qu'à partir du moment où la dette senior est intégralement remboursée. Aussi, la dette mezzanine est-elle plus risquée, mais, en contrepartie, elle est davantage rémunérée. Le financement mezzanine donne la possibilité, de manière optionnelle à terme, d'accéder au capital, ce qui permet d'éviter, notamment lors de la mise en place d'un LBO, une dilution importante de l'actionnariat historique. Le souscripteur de la dette mezzanine a le choix, au moment de l'échéance de cette dette, de devenir actionnaire ou de percevoir un intérêt additionnel sous forme d'une prime dite de non-conversion.

Les comptes courants d'associés (CCA) et le financement intragroupe

Ces comptes sont destinés à recevoir les sommes mises à la disposition de la société par ses associés de façon temporaire. Remboursables à tout moment, ils peuvent être rémunérés, ce qui les classe bien parmi les dettes. À l'inverse, les CCA « bloqués » au sens fiscal du terme (compte 1681 du Plan comptable général) sont assimilés à des fonds propres. En effet, ces sommes inscrites sur un compte bloqué doivent être incorporées au capital social dans les cinq ans suivant leur dépôt et restent indisponibles jusqu'à cette date.

Cette rubrique intègre en particulier les prêts et emprunts entre sociétés apparentées, notamment lorsque se pratique au sein d'un groupe un système de gestion centralisée de trésorerie (ou *cash-pooling*) dans lequel une société « pivot » centralise les excédents de trésorerie des filiales pour les redistribuer sous forme d'avances de trésorerie à celles éprouvant des besoins. Le but est d'optimiser la gestion en équilibrant tous les comptes des sociétés d'un groupe afin de réduire l'endettement global à court terme, et de pouvoir négocier des conditions bancaires optimales.

1|3 Le financement par l'endettement

L'endettement à moyen ou long terme

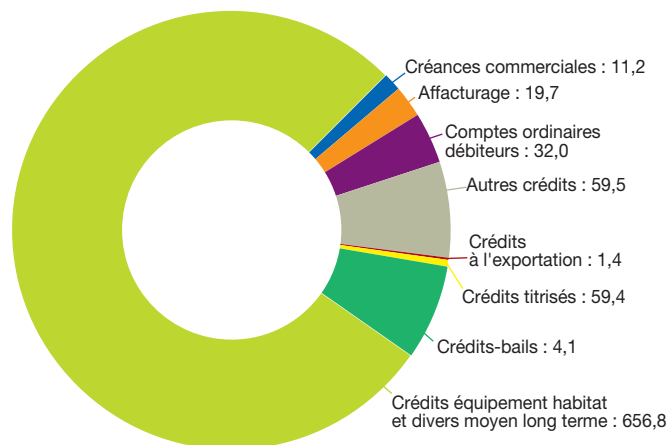
— Les prêts bancaires

Les **prêts bancaires** constituent la formule la plus couramment utilisée pour financer des investissements (cf. graphique 1). La durée

Graphique 1

Répartition des crédits mobilisés par catégorie de crédits à fin juin 2015

(en milliards d'euros)



Note de lecture : encours de crédit consentis par les établissements de crédit aux entreprises au-delà du seuil de 25 000 euros.

Source : Banque de France – Direction des Entreprises

du prêt s'adapte en effet à celle du bien financé en général, 2 à 7 ans pour des investissements en équipements, et de 7 à 20 ans pour des opérations longues ou lourdes, de type immobilier, de sorte que la durée de remboursement se cale sur celle de l'amortissement du projet. Les banques interviennent généralement seules, parfois avec un partenaire en cofinancement ou garantie (la Banque publique d'investissement par exemple cf. encadré 4) ou, pour des levées de fonds importantes, dans le cadre d'un pool de banques, se regroupant en syndicat bancaire, dans une optique de partage des risques.

Dans le prêt « classique », les conditions de l'opération sont librement négociées entre les parties : quotité, taux d'intérêt, frais de dossier, modalités de remboursement, garanties exigées par le prêteur sous forme de sûretés, soit professionnelles (par exemple, le nantissement du fonds de commerce) ou personnelles (caution du dirigeant...).

Il existe toutefois encore de nombreux dispositifs spécialisés, selon le type d'investissement (recherche-développement, innovation...), la clientèle visée (« prêt bancaire aux entreprises » pour les PME), le secteur d'activité (prêts bonifiés à l'agriculture), la taille du projet (du micro-crédit professionnel aux financements d'infrastructures).

– *Les obligations*

Contrairement au prêt bancaire défini comme « indivis », l'emprunt obligataire se caractérise par un emprunteur mais potentiellement de très nombreux prêteurs. L'obligation est une valeur mobilière constituant un titre de créances représentatif d'une fraction d'un emprunt global, émis (et échangeable) sur le marché des capitaux à long terme, et dont les conditions (rendement, durée, mode de remboursement) sont standardisées. Les obligations ont longtemps été caractérisées par une durée unique, un taux fixe et un remboursement par amortissements constants. Depuis le début des années quatre-vingt, de nouveaux produits se sont multipliés : obligations à taux variable, révisable ou indexées ainsi que des obligations dites « hybrides » (cf. *supra*).

– *Le crédit-bail et les autres techniques de financement apparentées*

Le crédit-bail (ou *leasing*) est un contrat de location d'un bien, mobilier ou immobilier, pour une durée déterminée et irrévocable, souscrit entre une entreprise (crédit-preneur) et une banque ou un établissement spécialisé (crédit bailleur), assorti d'une promesse unilatérale de vente (option d'achat). À son échéance, le locataire a la possibilité, moyennant un prix convenu (valeur résiduelle) de racheter le bien. Il peut également renouveler le contrat ou restituer le bien au crédit bailleur (dans ce cas le contrat prend fin). L'établissement de crédit-bail conservant la propriété du bien, autorise un financement total de l'investissement, sans apport initial, et n'exige pas de garanties, d'où le développement de cette formule importée des États-Unis dans les années soixante, qui n'est pas toutefois sans risques. D'autres financements se rapprochent du crédit-bail traditionnel. Il s'agit de la location financière, la *location-vente*, le *lease-back* et le *crédit-bail adossé*.

L'endettement à court terme

Les différentes formes de dettes à court terme, contractées par les entreprises, visent principalement à couvrir les besoins liés au cycle d'exploitation.

– *La mobilisation de créances commerciales*

Elle consiste à transformer une créance en moyen de paiement (monétisation).

Le crédit est dit « causé » car il repose sur une créance née d'une transaction commerciale qui a déjà eu lieu et qui sert de garantie au prêteur. L'escompte, la *cession de créances Dailly* et le crédit de mobilisation des créances commerciales (CMCC) sont les techniques les plus répandues de financement à court terme du poste client. L'escompte est une opération par laquelle une banque rachète à une entreprise, avant l'échéance, les effets de commerce – lettre de change, billet à ordre – dont elle est porteuse, diminués des intérêts et des commissions. La banque qui a escompté un effet en devient propriétaire. Le « *Dailly* », se distingue par le fait que la convention passée avec la banque permet un transfert simplifié sous forme d'un bordereau récapitulatif englobant un grand nombre de créances et que, dans certains cas, le montant du crédit accordé par la banque est déconnecté du montant des créances cédées. Avec le CMCC, les créances sont regroupées dans un seul billet dit « billet de mobilisation » que la banque escompte, mais l'entreprise garde la propriété de ses créances, se charge elle-même de leur recouvrement et rembourse sa banque après les avoir encaissées.

L'affacturage est une opération par laquelle une société spécialisée (le *factor* ou affactureur) prend en charge le recouvrement de créances clients d'une entreprise et supporte, de manière optionnelle, les pertes éventuelles sur les débiteurs insolvables. Avec le *reverse factoring*, ce sont les dettes fournisseurs qui sont visées. Les fournisseurs sont payés immédiatement par une banque ou un *factor*, en échange d'un escompte accordé sur le montant de leurs factures, dans le cadre d'un contrat négocié par le donneur d'ordre (acheteur) pour faciliter la gestion de la trésorerie de ses fournisseurs.

La *titrisation* est une technique financière qui consiste à obtenir un financement en cédant des actifs à une entité *ad hoc*. Celle-ci finance l'acquisition des actifs par l'émission de titres sur les marchés de capitaux. Le paiement des sommes (principal et intérêts) dues sur ces titres est assuré au moyen des flux de trésorerie générés par les actifs cédés. La titrisation de créances s'apparente, dans une large mesure, aux différents procédés de mobilisation de créances à

Le financement des entreprises

la différence que le financement résulte d'une émission de titres sur le marché des capitaux. Ce procédé relève plutôt de grandes entreprises, les PME privilégiant l'escompte ou l'affacturage.

D'autres formules existent, adaptées à la gestion d'actifs d'exploitation particuliers. Elles visent notamment les opérations avec l'étranger, *via* le **crédit documentaire** (« CREDOC ») permettant aux exportateurs, qui ont consenti des délais de paiement à court terme à leurs partenaires étrangers, d'obtenir un financement dans l'attente de l'encaissement de leurs factures. Elles concernent aussi le **financement des stocks** dont l'enjeu est de trouver un équilibre optimal afin d'assurer toutes les commandes tout en limitant les coûts de stockage.

– Les crédits de trésorerie

Les **crédits de trésorerie** sont des concours à court terme, de quelques jours à plusieurs mois, qui permettent aux entreprises de faire face à un besoin de financement temporaire ou à des décalages de trésorerie sur une durée déterminée. À la différence des diverses formes de mobilisation, dont ils sont complémentaires, ils ne sont pas garantis par des créances, d'où l'appellation de crédits « non causés ou « en blanc ».

La facilité de caisse est utilisée par les entreprises faisant face à des décalages de trésorerie à certaines périodes de l'année, lors des échéances commerciales ou fiscales. Le bénéficiaire a l'autorisation, ponctuellement, de rendre son compte débiteur pendant une durée courte.

Le découvert a une durée plus longue que la facilité de caisse. Le bénéficiaire obtient de sa banque l'autorisation de rendre son compte débiteur pendant quelques semaines à quelques mois.

Le crédit de campagne est une forme de crédit spécialisée qui permet à une entreprise de financer des besoins de trésorerie liés à une activité saisonnière. Il porte sur de montants significatifs, a une durée longue (neuf mois ou plus) et il est modulé dans le temps selon les besoins de financement de l'entreprise.

Les crédits confirmés : ils permettent à une entreprise de s'assurer durant une période déterminée de la disponibilité de fonds sans qu'elle doive nécessairement les mobiliser en totalité. Sa durée peut aller jusqu'à dix-huit mois.

– Les billets de trésorerie

Les **billets de trésorerie** sont des titres de créance négociables (TCN), catégorie introduite en 1985 afin d'offrir aux acteurs accédant au marché un instrument de financement intermédiaire entre le très court terme (marché interbancaire) et le long terme (marché des capitaux). Compte-tenu de leur nominal (150 000 euros minimum) ils ne sont émis que par des entreprises de taille significative (quelques dizaines en France). En pratique, ce sont surtout des banques qui les souscrivent ce qui en fait une variété de crédit bancaire à court terme. Une formule plus longue existe avec les bons à moyen terme négociables (BMTN).

– Le crédit interentreprises

Le **crédit interentreprises** est le crédit que les entreprises s'accordent implicitement entre elles en consentant des **délais de paiement** lors de leurs échanges commerciaux. L'entreprise qui consent des délais joue un rôle de banquier envers ses clients auxquels elle accorde en permanence des « prêts à court terme ». Il s'agit donc d'un mode de financement relativement discret qui ne prend appui sur aucun engagement de prêt financier et dont la seule réalité juridique repose sur la multitude des contrats d'achat et de vente conclus par l'entreprise au cours de son cycle de production. Il se distingue donc des prêts et emprunt intra groupe qui sont des opérations purement financières effectuées dans une optique d'optimisation de trésorerie au niveau du groupe. Cette forme non bancaire de crédit est un élément important de la gestion des entreprises. Les encours clients figurant à l'actif des bilans des entreprises françaises dépassent en effet 500 milliards d'euros.

1|4 Les autres modes de financement

Ils correspondent en premier lieu, à diverses formes de garanties proposées aux entreprises par les établissements financiers.

Les garanties octroyées

– Les engagements par signature

Le **crédit par signature** est l'engagement d'une banque à satisfaire aux obligations contractées auprès de tiers par certains clients, au cas où ces derniers n'y satisferaient pas eux-mêmes. Dans cette forme de crédit, le banquier prête alors simplement sa signature. Ces opérations de banques revêtent plusieurs formes telles que le cautionnement, bancaire ou mutuel, la garantie autonome et le crédit par aval. Ces engagements, limités en montant, étendue et durée, s'avèrent souvent nécessaires aux entreprises dans le cadre de leurs activités (par exemple, caution sur marchés publics

ou privés, garantie de loyer,...). S'agissant de dettes potentielles, elles figurent en « hors bilan » pour les entreprises pour un montant de l'ordre de 40 milliards d'euros.

– L'assurance-crédit

L'**assurance-crédit** est une forme spécifique d'assurance qui protège les entreprises contre le risque d'impayés en leur permettant d'être couvertes et indemnisées en cas de non-paiement de leurs créances commerciales, sur leur marché domestique comme à l'exportation. L'assureur crédit garantit les créances clients de l'entreprise à hauteur d'un plafond d'encours fixé individuellement. Les pertes subies sont indemnisées selon la quotité prévue entre l'assureur et l'entre-

ENCADRÉ 2

Existe-t-il une structure de financement optimale ?

Éléments théoriques : le théorème de Modigliani et Miller et ses limites

Dans leur article de 1958 intitulé « *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment* », Merton Miller et Franco Modigliani montrent que la valeur de marché d'une entreprise est indépendante de sa structure de financement, c'est-à-dire du ratio dettes sur fonds propres. Elle correspond plutôt à la valeur actualisée des flux de revenus futurs générés par l'utilisation des équipements de l'entreprise, autrement dit à sa capacité à engendrer des résultats. Ceux-ci dépendent notamment du risque encouru en cas de faillite de l'entreprise, mais sont indépendants de la façon dont ces équipements ont été financés. Par exemple, un recours accru au financement propre, considéré dans la théorie dominante comme plus onéreux que la dette en raison du risque plus important pris par les actionnaires, à l'origine d'un niveau accru de rémunération, est exactement compensé par l'effet prix. Ainsi le coût de la dette baisse, car elle devient moins abondante et moins risquée tandis que la diminution des frais financiers génère un surplus de bénéfices qui autorise à rémunérer le surplus de fonds propres. Cela ne change pas le coût moyen pondéré des ressources mais juste sa répartition entre prêteur et actionnaire.

Ce théorème dit de « neutralité financière » est considéré aujourd'hui comme un principe fondamental de la finance d'entreprise. Il implique la séparation entre politique d'investissement et décision de financement. Les auteurs admettent toutefois qu'il s'agit d'un « modèle économique » qui ne fonctionne que dans un monde de marchés parfaits, exonéré de coûts de transactions, de faillite et sans distorsions fiscales en faveur de l'une ou de l'autre des formes de financement, ce qui n'est souvent pas avéré en pratique.

D'un point de vue empirique, celui de la gestion financière, des contraintes externes émanant des associés et des banquiers s'imposent à l'entreprise dans ses choix de financement : dégager une épargne suffisante et la maintenir dans l'entreprise pour renforcer les capitaux propres, sans avoir à faire trop largement appel aux actionnaires, maîtriser l'endettement pour préserver son indépendance et rester solvable. Ces constats expliquent l'usage de normes de « bonne gestion » telles qu'un rapport minimal entre les fonds propres et l'endettement, dont le niveau est variable selon le secteur d'activité ou la taille de l'entreprise.

Le financement des entreprises

prise cliente. On estime que 36 000 sociétés souscrivent une assurance-crédit pour un encours de risques garanti de 210 milliards d'euros en 2015.

Les autres financements

Les autres financements désignent des produits nouveaux ou en voie de développement.

– Les financements participatifs

Le **financement participatif** ou *crowdfunding* (« financement par la foule ») est un mode de levée de fonds réalisé auprès d'un large public de particuliers pour financer un projet spécifique via une plateforme sur internet. Il peut se présenter sous trois formes : dons, prêts ou participations au capital. Le porteur de projet peut être une entreprise, un particulier, une association ou une collectivité. Inspiré du principe de la philanthropie ou du sponsoring, ce mode de financement est en plein

ENCADRÉ 3

Le financement des entreprises en chiffres en 2014

Le financement propre constitue la première source de financement des sociétés non financières en France. Ainsi, en 2014, les sociétés non financières ont dégagé une épargne brute (autofinancement) de 185 milliards d'euros ; elles ont procédé à des volumes nets d'émissions d'actions et autres titres de participation de 76 milliards ; et ont bénéficié de 9 milliards de subventions d'investissement, soit un apport en capitaux propres de 270 milliards d'euros. À titre de comparaison, les banques résidentes distribuent au secteur environ 200 milliards de crédits nouveaux (hors découverts) par an.

Quant aux financements intragroupe, les montants figurants au passif des sociétés non financières portent sur des sommes considérables, supérieures à celles procurées par les institutions financières avec un encours à fin 2014 de 1 100 milliards contre 900 milliards pour l'endettement bancaire.

Source : Comptabilité nationale

essor grâce au développement des nouvelles technologies et compte tenu parfois des difficultés d'accès aux crédits traditionnels par certaines entreprises spécifiques. En 2014, un cadre juridique a été défini afin d'accompagner le développement de ce nouveau mode de financement et d'en protéger ses différents acteurs en France : **l'ordonnance 2014-559 du 30 mai 2014 et son décret d'application n° 2014-1053**.

– Les placements privés

Le **placement privé** est une technique de financement permettant à une entreprise, hors du cadre de l'appel public à l'épargne, de lever des fonds à moyen ou long terme auprès d'un nombre limité d'investisseurs institutionnels sous forme de prêts ou d'émissions obligataires, sur la base d'une documentation négociée et avec généralement la présence d'un intermédiaire bancaire qui fait office d'arrangeur. Les *Schuldscheine* allemands, *US Private Placement* américains ou **Euro PP** sont différents types de placements privés. Si l'instrument n'est pas nouveau, il connaît un vif développement grâce à la diffusion en 2014 de modèles standards de contrats Euro PP.

– Les prêts directs des assureurs

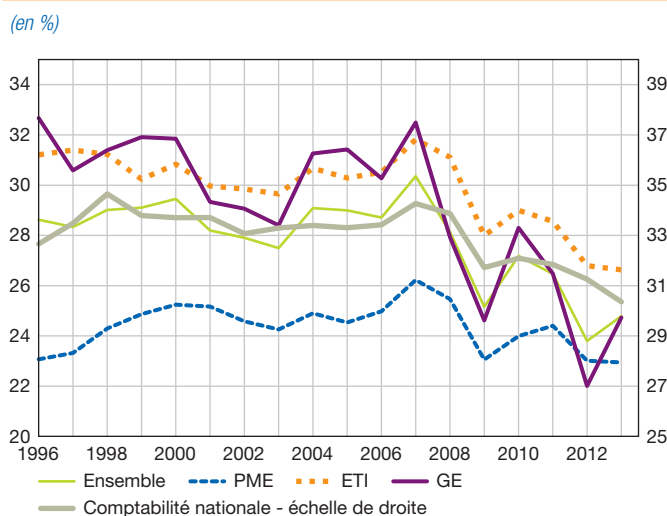
Le secteur de l'assurance est déjà un acteur essentiel du financement de l'économie. Il draine une part importante de l'épargne des ménages, notamment à travers l'assurance-vie et l'orienté pour partie vers les entreprises françaises, en priorité en souscrivant des placements longs (200 milliards d'euros en actions et obligations). Dans le cadre des initiatives visant à développer les financements alternatifs au financement bancaire, les pouvoirs publics ont assoupli les règles des codes des assurances, des mutuelles et de la sécurité sociale pour faciliter le financement des entreprises par les entités régies par ces codes (décrets d'août 2013 et de décembre 2014).

– Les prêts de trésorerie interentreprises

S'ajoutant aux financements intragroupe (cf. *supra*), des crédits entre des entreprises entretenant une relation économique sont prévues dans la loi « pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques » (loi Macron du 10 juillet 2015).

Graphique 2

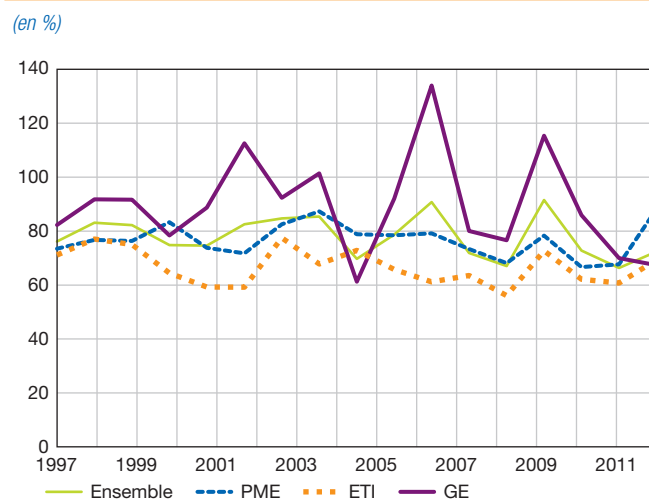
Taux de marge aux coûts des facteurs par taille d'entreprises



Source : INSEE, Banque de France, base FIBEN.

Graphique 3

Taux d'autofinancement par taille d'entreprise



Source : Banque de France, base FIBEN.

2| LES GRANDES TENDANCES DU FINANCEMENT DES ENTREPRISES

2|1 Un financement interne fluctuant

Le financement interne, mesuré par la capacité d'autofinancement, est étroitement lié à la rentabilité des entreprises. Après avoir fortement baissé durant la période des deux chocs pétroliers des années soixante-dix, le taux de marge des sociétés françaises (rapport de l'excédent brut d'exploita-

tion à la valeur ajoutée) se rétablit sur la décennie suivante. Il décroche à nouveau à partir de 2008, au début de la crise financière et, depuis lors, demeure loin de ses niveaux historiques de 2007, quelle que soit la taille d'entreprise (cf. graphique 2). Du fait de cette forte érosion des marges, et bien que l'épargne ait résisté grâce à l'allègement des charges d'intérêt sous l'effet des mesures de soutien monétaires à l'économie, il est devenu plus difficile pour les entreprises de s'autofinancer.

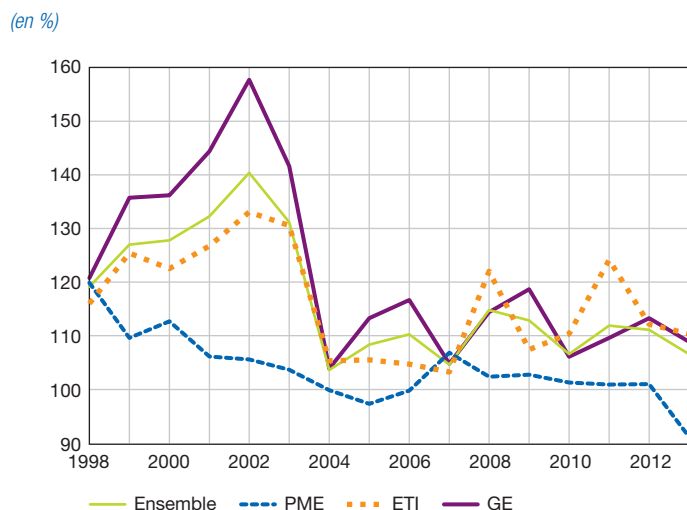
En conséquence, le taux d'autofinancement des investissements, déterminé par le rapport de l'autofinancement à l'investissement d'exploitation, a connu des fluctuations marquées depuis la fin des années quatre-vingt. En particulier, les performances des grandes entreprises (GE) ont été très volatiles d'une année sur l'autre, alors que les petites et moyennes entreprises (PME) sont parvenues à préserver un taux d'autofinancement (70 % en moyenne) comparable à celui de la moyenne des entreprises (80 %) (cf. graphique 3).

2|2 Un financement bancaire encore prépondérant en soutien à l'investissement

Globalement, l'endettement financier des sociétés a enregistré une croissance régulière de ses deux principales composantes, bancaire et de marché. Leur taux d'endettement, qui représentait moins de 50 % du PIB en 1996, atteint 70 % en 2015, tiré essentiellement par la hausse de l'endettement de marché sur la période récente. Toutefois, rapporté à leurs capitaux propres, leur taux

Graphique 4

Taux d'endettement par taille d'entreprise
Endettement financier sur capitaux propres



Source : Banque de France, base FIBEN

Le financement des entreprises

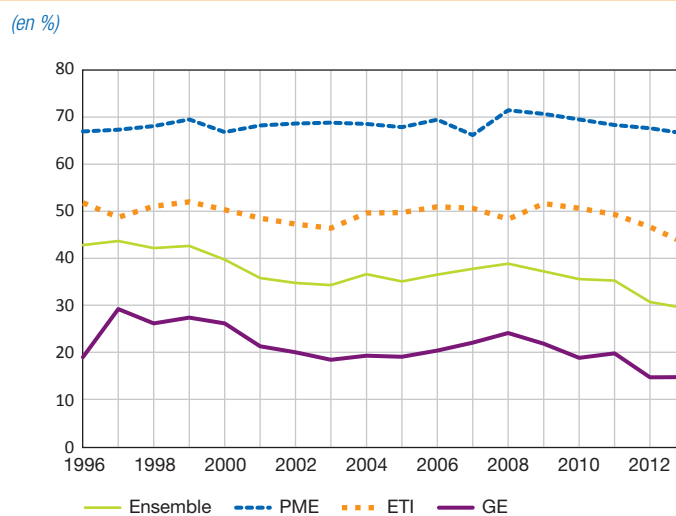
d'endettement financier apparaît contenu. Après le pic de 140 % constaté en 2002, il s'est stabilisé autour de 110 % depuis 2004 et s'est même inscrit en recul au cours de ces dernières années, pour toutes les tailles d'entreprise, mais avec une intensité plus marquée pour les PME, qui bénéficient par ailleurs du niveau d'endettement le plus bas (de l'ordre de 90 %) (cf. graphique 4).

S'agissant des crédits bancaires, malgré un ralentissement depuis quelques années, et même des contractions ponctuelles sur de courtes périodes (octobre 2003 à avril 2004, octobre 2009 à mai 2010), leurs encours ont presque doublé en vingt ans et dépassent 1 000 milliards d'euros, toutes entreprises confondues (sociétés et entrepreneurs individuels). Les concours bancaires demeurent la principale source de financement externe pour la plupart des entreprises en France. Toutefois, depuis une quinzaine d'années, la part des dettes bancaires dans l'endettement financier des entreprises a diminué en tendance avec une baisse plus marquée depuis 2008. Le poids des crédits bancaires dans l'endettement total des entreprises est, structurellement, inversement proportionnel à leur taille. Les PME diversifient peu leurs sources de financement. Elles ont massivement recours à l'endettement bancaire, dans un rapport stable, de l'ordre des deux tiers de leur endettement financier alors que pour les grandes entreprises, qui bénéficient d'une meilleure visibilité sur les marchés, cette part est plus fluctuante et n'excède pas 20 % depuis la fin des années quatre-vingt-dix. La situation des entreprises de taille intermédiaire (ETI) est plus proche de celle des PME que de celle des grandes entreprises (cf. graphique 5). Le financement bancaire demeure majoritaire (50 % en moyenne de leur endettement financier) mais a diminué depuis 2011, au profit d'autres formes de dettes financières – intragroupe, obligations, placements privés.

En revanche, l'écart selon la taille des entreprises est beaucoup moins marqué en ce qui concerne le poids du financement à court terme dans l'endettement bancaire total. Cette composante « court terme », dont les montants sont très sensibles aux fluctuations conjoncturelles, a connu une baisse tendancielle entre 1996 et 2010 quelle que soit la catégorie des entreprises. Cette évolution a résulté davantage d'une baisse de la demande, consécutive au ralentissement de l'activité des entreprises, que d'une diminution de l'offre, suite à un comportement plus prudent des banques en matière d'octroi de crédits.

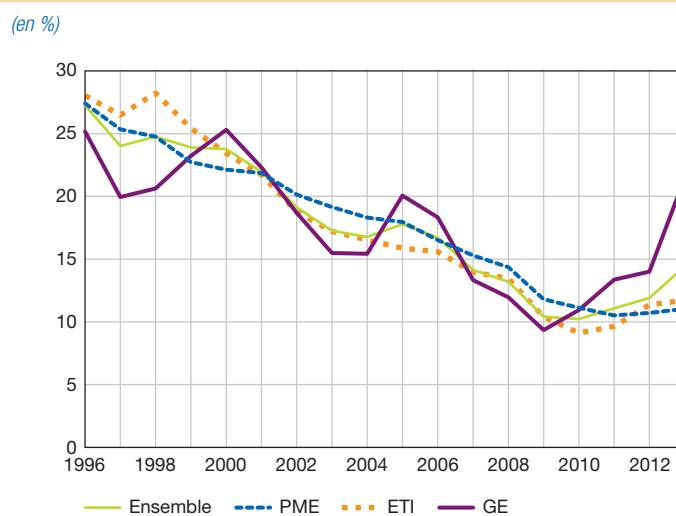
Graphique 5

Part des dettes bancaires dans l'endettement



Graphique 6

Concours bancaires courants dans l'endettement bancaire



Source : Banque de France, base FIBEN

Elle peut aussi être rapprochée de l'allègement général des besoins en fonds de roulement dont le poids global, nonobstant les disparités par taille et par secteur d'activité, a été pratiquement divisé par deux depuis 1996 (passant de 30 jours à 17 jours de chiffre d'affaires). Quant au redressement constaté au cours des dernières années, il s'observe pour toutes les tailles d'entreprises. Il semble que la crise ait poussé les entreprises, et notamment les plus grandes d'entre elles, à freiner, voire interrompre, cette tendance de fond (cf. graphique 6).

Parmi les motivations qui sous-tendent la demande de crédit, les investissements de long terme, comme les projets de recherche et développement par exemple, sont très spécifiques. Ils sont, par définition, risqués et d'autant plus difficiles à piloter par les banques que leurs perspectives de retour sur investissements sont lointaines. Ceci risque de provoquer un déficit d'investissement que les pouvoirs publics cherchent à corriger par le biais de diverses mesures : création de la Banque publique d'in-

vestissement (Bpifrance), réforme du Crédit impôt recherche, mise en place du PEA-PME pour stimuler l'orientation de l'épargne des particuliers vers le financement des entreprises, plus particulièrement des PME et des ETI.

2|3 Un financement désintermédié multiforme tiré par les grandes entreprises

Après avoir fluctué pendant une vingtaine d'années, la part des financements désintermédiés s'est sensiblement accrue depuis 2008.

Cela concerne en particulier les émissions obligataires, même si, de manière logique, elles sont prioritairement utilisées par les grandes entreprises (les instruments de marché représentent 33 % de leur endettement financier). Les PME y recourent très peu (3 %). Quant aux ETI, elles n'ont pas encore acquis la capacité d'arbitrage des grandes entreprises vis-à-vis du crédit bancaire (cf. graphique 7).

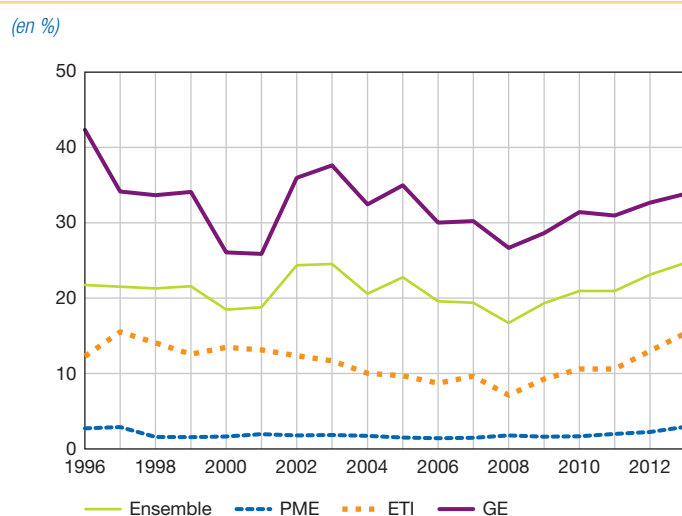
Cette évolution s'inscrit dans une tendance de fond, à savoir une mutation partielle vers des modes de financement désintermédiés. Se présentant comme substitut au crédit bancaire, ce type d'émission permet, dans certaines circonstances, de financer l'investissement ou de restructurer l'endettement dans des conditions plus favorables, en termes de taux d'intérêt et de maturité de la dette, dans le cadre d'une stratégie d'optimisation des ressources.

Élargi à l'ensemble des titres de créances (obligations, BMTN, billets de trésorerie...), l'endettement de marché affiche des taux de progression nettement supérieurs à celui de l'endettement intermédié et représente une part croissante du total, atteignant 39 % (contre 34 % en 2005 et 27 % en 1999) (cf. graphique 8).

Le crédit interentreprises représente aussi une source importante de financement. En tendance, depuis quinze ans, son poids, exprimé en jours de chiffre d'affaires, a diminué pour l'ensemble des entreprises. La loi de modernisation de l'économie (LME) (2008), qui a fixé à 60 jours le plafond de délai de paiement, sauf dérogations spécifiques, a joué un rôle positif dans cette évolution. Cette baisse tendancielle est principalement due aux grandes entreprises qui ont notablement réduit leurs délais de règlement et, dans une moindre mesure aux ETI dont le comportement se rapproche des grandes entreprises. L'Observatoire des délais de paiement a quanti-

Graphique 7

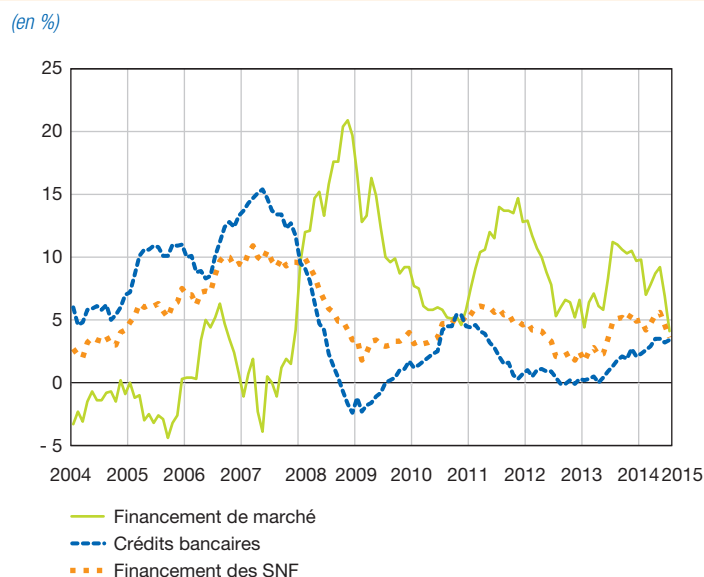
Part des obligations dans l'endettement financier



Source : Banque de France, base FIBEN

Graphique 8

Taux de croissance annuel par mode de financement



Source : Banque de France.

Le financement des entreprises

fié à 15 milliards d'euros entre 2007 et 2010 les gains de trésorerie réalisés grâce à la réduction de ces délais. Les encours de créances et de dettes associés à des retards de paiement, clients ou fournisseurs, qui touchent encore près d'un tiers des entreprises, restent toutefois importants. Au vu des observations faites sur les délais en 2013, on estime que résorber ces retards dans leur totalité libérerait, pour les entreprises concernées, un flux de financement de 9,8 milliards d'euros.

Enfin, encouragés tant par les pouvoirs publics que par les initiatives des professionnels, de nouveaux types de financements innovants

sont apparus ces dernières années, au premier rang desquels les placements privés (Euro PP), à relier à la volonté de diversifier les financements alternatifs au crédit bancaire. Depuis 2012, année de leur lancement en France, environ 10 milliards d'euros ont été levés de cette manière. L'usage de ces formes alternatives se heurte, pour les PME, à certaines barrières (taille critique, coût dissuasif,...) et s'adresse davantage aux ETI. Néanmoins, la diversification des modes de financement des ETI, à travers l'émergence de canaux alternatifs au crédit bancaire, devrait permettre de libérer des ressources bancaires supplémentaires à destination des PME.

ENCADRÉ 4

Les acteurs du financement

1| Les acteurs publics

Outre les différents services de l'État, en charge des missions de réglementation et de supervision tels que la [direction générale du Trésor](#), la [direction générale des Entreprises et la délégation à l'Aménagement du territoire et à l'Action régionale](#), deux acteurs publics bancaires participent directement au financement des entreprises : la [Banque publique d'investissement \(BPIFrance\)](#) et la [Banque européenne d'investissement \(BEI\)](#).

Issu de la fusion en 2012 des entités OSEO-CDC Entreprises-FSI-FSI Régions, Bpifrance dispose d'une gamme élargie de financements : besoins de trésorerie, crédits à l'investissement, subventions et avances remboursables, investissements directs en fonds propres, cofinancements ou garanties bancaires. La BEI intervient, quant à elle, dans le financement par prêt des projets contribuant à la réalisation des objectifs de l'Union européenne.

2| Les acteurs privés

Depuis le 1^{er} janvier 2014, les établissements du secteur bancaire font l'objet d'une nouvelle classification qui distingue les [établissements de crédit et les sociétés de financement](#), selon qu'ils collectent ou non des fonds remboursables au public.

Les [fonds d'investissement](#) ou *private equity*, apportent des capitaux propres en entrant dans le capital des entreprises, de préférence non cotées en Bourse.

Les autres acteurs privés sont les [assureurs crédit](#) et les entreprises elles-mêmes *via* notamment le [crédit interentreprises](#).

3| Les marchés financiers

Selon leur taille, mesurée par la capitalisation boursière, les entreprises peuvent accéder à des marchés réglementés (Euronext), régulés ([Alternext](#)) ou non réglementés ([Marché libre](#)). Les trois compartiments réglementés d'Euronext rassemblent les plus grandes entreprises faisant appel public à l'épargne. Ils se caractérisent par les règles les plus strictes d'admission, de contrôle des autorités de tutelle sur les intervenants et d'obligations de transparence sur l'information communiquée. Les autres marchés accueillent des PME et des ETI.

L'Autorité des marchés financiers ([AMF](#)) est un organisme public indépendant qui concourt à la régulation de ces marchés en s'assurant notamment de leur bon fonctionnement et de la qualité des informations délivrées aux investisseurs.