

Nouvelles approches du financement des PME et de l'entrepreneuriat : Élargir la gamme des instruments**Rapport de synthèse final****Groupe de travail sur les PME et l'entrepreneuriat (GTPMEE)**

Ce document contient la synthèse finale du projet intitulé "Nouvelles approches du financement des PME et de l'entrepreneuriat : Élargir la gamme des instruments". Il présente les principaux résultats et messages stratégiques résultant de la cartographie des techniques de financement extérieur autres que les instruments classiques de la dette, ainsi que les enseignements d'études de cas portant sur le financement participatif, la titrisation, les obligations sécurisées, les obligations d'entreprise et les placements privés.

Ce rapport de synthèse contribue également à l'initiative de l'OCDE des Nouvelles approches face aux défis économiques (NAEC).

Il intègre les commentaires reçus lors de la 46e session du Groupe de travail sur les PME et l'entrepreneuriat tenue les 20 et 21 octobre 2014, ainsi que ceux reçus avant le 9 janvier 2015, à la suite de la soumission de ce rapport aux délégués pour déclassification selon la procédure écrite.

Miriam Koreen, Directrice adjointe du CFE, Chef de la Division pour les petites et moyennes entreprises et l'entrepreneuriat du CFE (miriam.koreen@oecd.org) ; Lucia Cusmano, Secrétaire exécutive du GTPME, Division pour les petites et moyennes entreprises et l'entrepreneuriat du CFE

JT03373594**Document complet disponible sur OLIS dans son format d'origine**

Ce document et toute carte qu'il peut comprendre sont sans préjudice du statut de tout territoire, de la souveraineté s'exerçant sur ce dernier, du tracé des frontières et limites internationales, et du nom de tout territoire, ville ou région.

TABLE DES MATIÈRES

1. LA NOUVELLE RÉALITÉ DU FINANCEMENT DES PME.....	3
Plus d'une demi-décennie après le déclenchement de la crise financière mondiale, l'accès des PME et des entrepreneurs aux financements reste problématique partout dans le monde.....	3
La vulnérabilité du secteur des PME à l'évolution des conditions du crédit bancaire apparaît au grand jour.....	3
... tout comme les limites des instruments classiques de la dette pour les entreprises nouvelles, innovantes et à croissance rapide.....	3
Il existe un besoin urgent d'élargir la gamme des instruments financiers à la disposition des PME et des entrepreneurs.....	4
... afin d'améliorer la résilience des économies et de promouvoir de nouvelles sources de croissance. ...	4
2. ÉLARGIR LA GAMME DES INSTRUMENTS DE FINANCEMENT AU SERVICE DES PME ET DES ENTREPRENEURS	4
La complexité et l'interconnexion croissante des marchés de capitaux offrent les moyens de répondre aux besoins des PME	4
Les prêts contre nantissement d'actifs constituent un instrument largement utilisé pour procurer des fonds de roulement aux entreprises jeunes et de petite taille plus rapidement et à des conditions plus souples que le prêt traditionnel	5
Le potentiel des autres instruments de financement sur les marchés financiers pour financer l'investissement des PME commence à être reconnu	7
La titrisation des prêts aux PME suscite une attention croissante en tant que vecteur de capitalisation des banques et de soutien au financement des PME	7
Le financement participatif n'est en qu'au stade initial de son développement en tant que source de financement des entreprises, mais devrait jouer un rôle croissant à l'avenir, avec l'adoption d'une réglementation plus complète.	8
Avec l'aide de programmes publics, les instruments hybrides sont de plus en plus largement disponibles aux PME de la tranche inférieure.....	8
Le capital-investissement s'est beaucoup développé au cours des dernières décennies, compensant en partie la stagnation des marchés publics	10
L'entrée en bourse du capital des PME peut offrir le moyen de financer les PME innovantes et à forte croissance, mais les marchés sont actuellement restreints.....	12
3. PRINCIPALES DIFFICULTÉS ET RÉPERCUSSIONS EN TERMES DE POLITIQUES PUBLIQUES	13
Il faut s'attaquer aux obstacles qui empêchent les PME d'opter pour des instruments de financement novateurs.....	13
... en améliorant les compétences des PME et leur vision stratégique de leurs besoins de financement...	13
... en concevant une réglementation efficace qui concilie stabilité financière et ouverture de nouveaux canaux de financement pour les PME.	13
... en élaborant des infrastructures de l'information qui reflètent plus précisément le niveau de risque associé au financement des PME et qui encouragent la participation des investisseurs.	14
... en déployant des mesures qui mettent à contribution les ressources du secteur privé et élaborent des mécanismes adéquats de partage des risques avec le secteur privé... ..	14
... et en améliorant la base de connaissances.	15
RÉFÉRENCES	15

1. LA NOUVELLE RÉALITÉ DU FINANCEMENT DES PME

Plus d'une demi-décennie après le déclenchement de la crise financière mondiale, l'accès des PME et des entrepreneurs aux financements reste problématique partout dans le monde.

1. La crise financière mondiale de 2008-09 a profondément transformé l'environnement d'affaires pour les PME et les entrepreneurs, et l'accès aux financements a été particulièrement touché. Dans de nombreux pays de l'OCDE, la crise a amplifié les difficultés financières habituellement rencontrées par les PME, essentiellement à cause d'une asymétrie de l'information sur les marchés de capitaux et de l'accaparement des ressources financières par les entreprises les plus dynamiques.

2. Dans tous les pays de l'OCDE, le prêt bancaire reste la forme la plus répandue de financement extérieur pour les PME, mais confrontées à des règles prudentielles plus sévères, les banques revoient leur modèle d'activité, et la raréfaction du crédit devrait devenir la « nouvelle norme ». Il apparaît de plus en plus clairement que les PME et les entrepreneurs sont touchés plus que les autres acteurs par les réformes financières et par la rapidité de leur mise en œuvre, car ils sont davantage tributaires du financement bancaire que les grandes entreprises et moins à même de s'adapter aux mutations radicales qui se produisent sur les marchés du crédit.

La vulnérabilité du secteur des PME à l'évolution des conditions du crédit bancaire apparaît au grand jour...

3. La crise financière a exposé la vulnérabilité des PME à l'évolution des conditions du crédit bancaire. Le besoin chronique de renforcer les structures financières et de réduire la dépendance à l'égard de l'emprunt revêt aujourd'hui un caractère encore plus impératif. De fait, de nombreuses entreprises ont été obligées d'augmenter leur endettement pour survivre à la crise. En outre, les réponses des pouvoirs publics à la crise ont probablement aggravé le problème de surendettement des PME ; ainsi, les programmes de stabilisation adoptés dans l'urgence privilégiaient souvent les mécanismes qui permettaient aux entreprises d'accroître leur endettement (prêt direct, garanties de prêts par exemple), car les autres sources de financement se raréfiaient. De plus, depuis la crise, les banques dans de nombreux pays de l'OCDE réduisent la taille de leurs bilans afin de se conformer à des règles prudentielles plus strictes. La sous-capitalisation et l'endettement excessif imposent des coûts aux PME, sous la forme de taux d'intérêts plus élevés, et augmentent le risque de difficultés financières et de faillite.

... tout comme les limites des instruments classiques de la dette pour les entreprises nouvelles, innovantes et à croissance rapide.

4. Les PME et les entrepreneurs sont souvent très dépendants des instruments classiques de la dette pour satisfaire leurs besoins de démarrage, de trésorerie et d'investissement, mais ces instruments ne répondent pas pleinement aux différents besoins de financement des PME aux divers stades de leur cycle de vie. En particulier, le financement par emprunt n'est pas adapté aux entreprises nouvelles, innovantes et à croissance rapide, qui se situent dans le haut de la fourchette risque-rendement. Le « déficit de financement » dont souffrent ces entreprises est souvent un « déficit en capitaux de croissance ». Des ressources substantielles peuvent être requises pour financer des projets offrant un fort potentiel de croissance, tandis que les bénéfiques correspondants sont souvent difficiles à prévoir. Ces contraintes de financement peuvent être particulièrement sévères dans le cas de jeunes pousses ou de petites entreprises dont le modèle d'activité s'appuie sur des actifs incorporels qui sont très spécifiques à l'entreprise et difficiles à utiliser en garantie dans un contrat de prêt classique. Les déficits en capitaux affectent aussi les entreprises qui cherchent à opérer une mutation importante dans leurs activités, comme un changement de structure d'actionariat ou de contrôle. Pourtant, pour la plupart des entreprises, il n'y a guère d'alternatives aux instruments classiques de la dette. Cela représente un important défi pour les

responsables publics qui s'efforcent de soutenir une reprise durable et une croissance à long terme, car ces entreprises sont souvent à l'avant-garde de la création d'emplois, de l'utilisation des nouvelles technologies et du développement de nouveaux modèles d'activité.

Il existe un besoin urgent d'élargir la gamme des instruments financiers à la disposition des PME et des entrepreneurs...

5. Il est donc nécessaire d'élargir l'éventail des instruments de financement dont disposent les PME et les entrepreneurs pour leur permettre de continuer à jouer leur rôle dans l'investissement, la croissance, l'innovation et l'emploi. La stabilité financière, l'inclusion financière et l'expansion des circuits financiers doivent être considérés comme des objectifs qui se renforcent mutuellement dans la quête d'une reprise durable et d'une croissance pérenne. Le financement bancaire restera incontournable pour les PME, mais un ensemble plus diversifié d'options de financement est nécessaire pour favoriser l'investissement de longue durée et réduire la vulnérabilité des PME face aux fluctuations sur le marché du crédit. Un système financier efficace doit être capable de procurer des ressources financières à une large gamme d'entreprises dans les circonstances les plus diverses, et de canaliser la richesse financière provenant de différentes sources vers l'investissement productif. Alors que le secteur bancaire peine à s'adapter au nouvel environnement réglementaire, les investisseurs institutionnels et d'autres acteurs non bancaires, y compris les investisseurs privés fortunés, ont un rôle potentiel à jouer pour combler le déficit de financement.

... afin d'améliorer la résilience des économies et de promouvoir de nouvelles sources de croissance.

6. Partout dans le monde, les marchés de capitaux sont plus intégrés et interdépendants qu'auparavant. Depuis la crise, cette complexité accrue est étroitement surveillée car elle est la cause de déséquilibres budgétaires intenable. Des voix s'élèvent pour demander au système financier de revenir à son rôle essentiel d'intermédiation et de procurer les capitaux nécessaires aux activités productives, afin d'accroître la stabilité macroéconomique et d'améliorer la résilience des économies face aux chocs de grande ampleur. En particulier, les ressources financières devraient être consacrées à la création et au développement des entreprises, qui sont les principales sources d'emploi et de création de valeur. L'amélioration des conditions de financement des PME et des entrepreneurs et la diversification de leurs sources de financement contribueront à atténuer le risque systémique, à accroître la résilience de l'économie réelle face aux chocs de grande ampleur et à promouvoir de nouveaux gisements de croissance.

2. ÉLARGIR LA GAMME DES INSTRUMENTS DE FINANCEMENT AU SERVICE DES PME ET DES ENTREPRENEURS

La complexité et l'interconnexion croissante des marchés de capitaux offrent les moyens de répondre aux besoins des PME

7. La gamme des options de financement à la disposition des PME est de plus en plus large, même si certains d'entre eux se trouvent encore au stade initial de développement ou, sous leur forme actuelle, sont réservés à un faible pourcentage de PME. Jusqu'à présent, le manque de connaissance et de compréhension de ces instruments alternatifs, de leurs modalités et de leur fonctionnement de la part des PME, des institutions financières et des pouvoirs publics ont freiné leur diffusion. Mieux faire connaître tout l'éventail des instruments de financement accessibles aux PME et aux entrepreneurs représente une première étape vers leur utilisation plus systématique.

8. Les instruments classiques de la dette comprennent des instruments tels que les prêts bancaires, les découverts bancaires, les lignes de crédit et l'utilisation de cartes de crédit. Ce type de financement procure un rendement modéré aux créanciers et se prête donc à des profils de risque faible à moyen, à savoir des entreprises caractérisées par une trésorerie stable, une croissance modeste, un modèle d'activité

qui a fait ses preuves et l'accès à des sûretés ou à des garanties. Les instruments de financement autres que l'emprunt direct modifient ce mécanisme traditionnel de partage des risques (voir le tableau 1).

Tableau 1. Autres techniques de financement extérieur pour les PME et les entrepreneurs

Risque/rendement faible	Risque/rendement faible	Risque/rendement moyen	Risque/rendement élevé
Financement par nantissement d'actif	Autres types d'emprunts	Instruments « hybrides »	Instruments de capitaux propres
<ul style="list-style-type: none"> • Prêt contre nantissement d'actif • Affacturage • Financement de commandes • Crédit-stockage • Crédit-bail 	<ul style="list-style-type: none"> • Obligations d'entreprise • Titrisation de créances • Obligations sécurisées • Placements privés • Financement participatif (prêt) 	<ul style="list-style-type: none"> • Prêt/obligation subordonné • Participation tacite • Prêt participatif • Droits de participation aux bénéfices • Obligations convertibles • Obligations avec bons de souscription • Financement mezzanine 	<ul style="list-style-type: none"> • Capital-investissement • Capital-risque • Plates-formes spécialisées dans l'introduction en bourse de PME • Financement participatif (actions)

Source : OCDE, (2013), *Alternative financing instruments for SMEs and entrepreneurs: The case of mezzanine finance*, OCDE, Paris.

Les prêts contre nantissement d'actifs constituent un instrument largement utilisé pour procurer des fonds de roulement aux entreprises jeunes et de petite taille plus rapidement et à des conditions plus souples que le prêt traditionnel

9. À une extrémité du spectre risque/rendement, on trouve des instruments de financement qui répondent aux besoins financiers à court, moyen et long termes des PME, mais qui font intervenir des mécanismes différents du prêt classique. C'est le cas du financement par nantissement d'actif (prêt contre nantissement d'actif, affacturage, crédit-bail), par lequel une entreprise obtient des liquidités non pas sur la base de sa solvabilité, mais sur la valeur d'actifs particuliers, tels que les créances clients, les stocks, le matériel, les équipements et les actifs immobiliers.

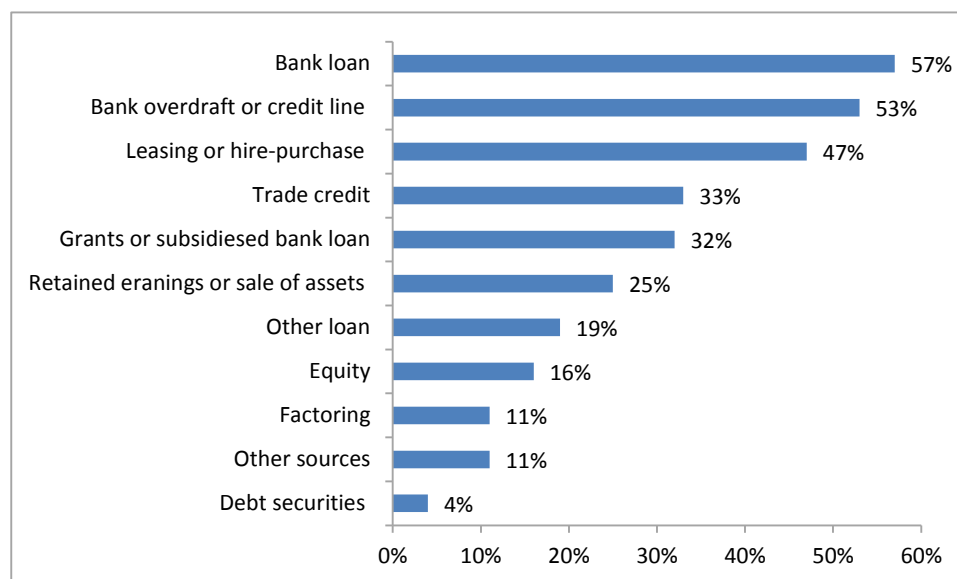
10. Le principal avantage offert par le financement par nantissement d'actif est de permettre aux entreprises d'accéder à des liquidités plus rapidement et à des conditions plus souples qu'avec une avance sur titres classique, quelles que soient la situation de leur bilan et leurs perspectives de trésorerie futures. En outre, avec le financement par nantissement d'actif, les entreprises qui n'ont pas d'antécédents d'emprunt, sont confrontées à des déficits ou des pertes temporaires ou doivent accélérer leurs flux de trésorerie pour saisir des opportunités de croissance, peuvent se procurer des fonds de roulement dans un délai relativement court. Les accords fondés sur des actifs prévoient souvent le renouvellement des fonds ; une fois les avances remboursées, l'emprunteur peut obtenir des fonds supplémentaires garantis par d'autres actifs. En outre, les bailleurs de fonds n'exigent généralement pas de fonds propres ou de garantie personnelle de l'emprunteur. En revanche, les coûts induits et/ou la complexité des procédures peuvent être sensiblement plus élevés que ceux associés aux prêts bancaires classiques, et les limites de financement sont souvent plus basses qu'avec un prêt traditionnel.

11. Le financement par nantissement d'actif est largement utilisé par les PME dans les pays de l'OCDE, et de plus en plus dans les économies émergentes, pour répondre à leurs besoins en fonds de roulement, étayer les échanges commerciaux nationaux et internationaux et, parfois, à des fins d'investissement. En Europe notamment, la prévalence de ces instruments pour les PME est pratiquement

identique à celle du prêt bancaire classique (graphique 1). Le financement par nantissement d'actif a constamment progressé au cours de la dernière décennie, malgré les répercussions de la crise financière mondiale sur l'offre.

Figure 1. Importance de différents types de financements pour les PME, UE-28, Enquête de la BCE/CE sur l'accès des entreprises aux financements, 2014

(% d'entreprises qui ont déjà utilisé ce financement ou qui envisagent de l'utiliser à l'avenir)



Légendes

- Prêt bancaire
- Découvert bancaire ou ligne de crédit
- Crédit-bail ou location-vente
- Crédit commercial
- Subventions ou prêt bancaire conventionné
- Bénéfices non distribués ou vente d'actifs
- Autre prêt
- Fonds propres
- Affacturage
- Autres sources
- Titres de créance

Source : BCE/CE.

12. Les politiques visant à promouvoir le financement par nantissement d'actif s'intéressent principalement au cadre réglementaire, qui joue un rôle décisif pour permettre l'utilisation d'une large gamme d'actifs en garantie d'un prêt. Dans les pays de l'OCDE, des politiques actives sont menées pour soutenir le financement basé sur un actif en faveur des entreprises qui ne sont pas en mesure de satisfaire aux critères exigés pour l'octroi d'un prêt à long terme. L'affacturage est notamment encouragé pour faciliter l'accès des PME aux crédits commerciaux et favoriser leur intégration dans les chaînes de valeur.

Le potentiel des autres instruments de financement sur les marchés financiers pour financer l'investissement des PME commence à être reconnu.

13. Les techniques de financement de rechange se distinguent de l'emprunt classique en ce que ce sont les investisseurs sur les marchés financiers, et non les banques, qui octroient les fonds aux PME. Les formes d'emprunt alternatives, comme les obligations d'entreprise, ne sont guère utilisées par les PME, même par celles de plus grande taille qui se prêteraient pourtant à un financement structuré et auraient avantage à accéder aux marchés financiers pour investir et saisir des opportunités de croissance. En général, les obligations d'entreprise nécessitent que l'émetteur ait une certaine taille et une certaine échelle, des antécédents d'emprunteur et un compte de résultats solides, ainsi qu'un chiffre d'affaires et des bénéfices relativement stables. Étant donné que la plupart des PME ne satisfont pas à ces critères, elles seraient mal cotées sur le marché obligataire et devraient acquitter des coupons d'un montant élevé, alors que les dividendes obtenus ne suffiraient pas à couvrir ces versements périodiques.

14. En revanche, les obligations d'entreprise offrent certains avantages aux entreprises de taille moyenne en mesure de remplir les conditions demandées par le marché et de satisfaire aux exigences déclaratives liées à l'émission d'obligations. Le recours aux obligations d'entreprise peut être particulièrement intéressant lorsque les taux directeurs sont bas, car les taux des coupons sur la durée de vie de l'obligation peuvent être fixés à un niveau approprié sans pour autant dissuader les investisseurs. De même, à la différence des fonds propres, l'émission d'obligations ne dilue pas la propriété ou le contrôle de l'entreprise.

15. Pour encourager le développement d'un marché d'obligations d'entreprise pour les PME, essentiellement des capitalisations moyennes, les responsables publics ont mis en place des règles ciblées de transparence et de protection des investisseurs, dans le but d'accroître la participation et la liquidité. Des programmes récents ont également favorisé la création de plateformes de négociation pour les PME et la participation d'entreprises non cotées et de plus petite taille. Dans certains pays, les entités publiques s'associent aux investisseurs privés pour alimenter des fonds qui ciblent le marché des obligations de PME, en vue de stimuler son développement.

16. Dans certains pays, le cadre réglementaire autorise le placement privé d'obligations d'entreprise par des entreprises non cotées, faisant l'objet de règles moins contraignantes en matière de déclarations et de solvabilité. Toutefois, le déficit d'informations sur les émetteurs et l'absence de documentation normalisée, le manque de liquidité sur les marchés secondaires et les différences qui caractérisent le droit de la faillite entre pays et entre acteurs du marché limitent actuellement le développement de ces marchés.

La titrisation des prêts aux PME suscite une attention croissante en tant que vecteur de capitalisation des banques et de soutien au financement des PME

17. La titrisation de créances et les obligations sécurisées sont des instruments de refinancement des banques et de gestion du risque de leur portefeuille ; ces instruments ont connu un développement soutenu au cours de la dernière décennie. Par la titrisation, différentes catégories de créances contractuelles sont regroupées et vendues à des investisseurs, qui acquièrent le droit de percevoir les liquidités générées par les instruments financiers qui sous-tendent le titre.

18. La titrisation permet aux banques de transformer les prêts aux PME inscrits à leur bilan en actifs liquides, qui peuvent servir à augmenter leur volume de prêts. De même, la titrisation réduit l'exposition au risque de crédit de la banque, puisque ce risque est transféré au marché financier. Ceci a d'importantes implications au vu des réformes financières récentes (Bâle III), car des actifs risqués sont sortis du bilan des banques, ce qui améliore le ratio capital/actifs pondérés des risques. En définitive, en allégeant les exigences de fonds propres, la titrisation réduit le coût de financement total de la banque.

19. Les obligations sécurisées suivent la même logique que les créances titrisées, à ceci près que les actifs restent inscrits au bilan consolidé de l'émetteur. Aussi, elles ne peuvent pas servir à améliorer le ratio de fonds propres de l'émetteur. Les actifs grevés complètent la titrisation mais ne la remplacent pas. Dans le même temps, les obligations sécurisées étant garanties, elles sont considérées comme moins risquées que les obligations bancaires non garanties, ce qui implique un financement à faible coût pour l'émetteur.

20. Toutefois, dans le sillage de la crise, la titrisation de créances a été examinée de près et accusée d'avoir été l'une des principales causes de la prise de risque excessive et de l'instabilité financière. Bien que n'étant pas au cœur de la tourmente financière, la titrisation de créances de PME, dont l'essor avait commencé juste avant la crise, s'est interrompue ou a sensiblement reculé, affectée par contagion sur les marchés financiers et dans la perception du public. Ces dernières années, elle a néanmoins regagné l'attention des responsables publics et des autorités financières, en raison de son fort potentiel de soutien des prêts aux PME.

Le financement participatif n'est en qu'au stade initial de son développement en tant que source de financement des entreprises, mais devrait jouer un rôle croissant à l'avenir, avec l'adoption d'une réglementation plus complète.

21. Le financement participatif a connu une expansion rapide depuis le milieu des années 2000, qui s'est encore accélérée ces dernières années, même s'il ne représente toujours qu'un très faible pourcentage du financement total des entreprises. Cet instrument, qui permet de lever des fonds extérieurs auprès d'un large public via des plateformes sur le web, se caractérise par le fait qu'il finance des projets spécifiques plutôt qu'une entreprise. Il est surtout utilisé par des organismes sans but lucratif et par le secteur du divertissement, où les avantages non monétaires ou l'enrichissement de l'expérience communautaire constituent de puissantes motivations pour les donateurs et les investisseurs. Néanmoins, le financement participatif devient peu à peu une source alternative de financement dans beaucoup d'autres secteurs, et est de plus en plus utilisé à l'appui d'activités et d'entreprises à but lucratif.

22. Bien que les dons, les récompenses et les préventes soient actuellement les formes les plus courantes, le financement participatif par prêt et par actions devrait jouer un rôle croissant à l'avenir. Le prêt entre particuliers peut être intéressant pour les petites entreprises qui ne disposent pas d'actifs à gager ou d'antécédents d'emprunt pour prétendre au prêt bancaire classique. Le financement participatif par actions peut compléter ou remplacer le capital d'amorçage pour les projets et les start-ups qui ont du mal à lever des fonds auprès de sources traditionnelles.

23. Le développement du Web 2.0 a joué un rôle décisif dans la diffusion et l'évolution des plateformes et des pratiques de financement participatif, tandis que l'efficacité des systèmes bancaires a facilité leur essor, en fournissant l'infrastructure nécessaire aux paiements, ainsi que des informations sur la solvabilité des entrepreneurs. Néanmoins, si le rythme du progrès technologique a permis une diffusion rapide du financement participatif, le cadre réglementaire en a limité l'usage, notamment pour le financement participatif par actions, qui n'est toujours pas légal dans certains pays. Aussi, ces dernières années, les autorités de réglementation de certains pays de l'OCDE se sont intéressées de près à cette forme de financement. Les exemptions aux règles générales afin de protéger les investisseurs ou l'application d'une réglementation ad hoc devraient faciliter la croissance du secteur.

Avec l'aide de programmes publics, les instruments hybrides sont de plus en plus largement disponibles aux PME de la tranche inférieure

24. Les instruments hybrides, qui combinent des éléments d'emprunt et de fonds propres en un seul mécanisme de financement, ont connu un développement inégal dans les pays de l'OCDE. Les techniques hybrides représentent une forme de financement intéressante pour les entreprises qui sont à un tournant de

leur cycle de vie, lorsque les risques et les opportunités commerciales augmentent, qu'une injection de capital est nécessaire, mais que l'accès à l'emprunt ou aux fonds propres est limité ou impossible ou que les propriétaires ne veulent pas de la dilution du contrôle qui accompagne le financement sur fonds propres. C'est souvent le cas des jeunes entreprises à forte croissance, des entreprises établies à qui s'offrent de nouvelles perspectives d'expansion, des entreprises en phase de transition ou de restructuration, ainsi que des entreprises qui cherchent à renforcer leur structure de capital. Néanmoins, ces techniques ne se prêtent pas à de nombreuses PME, car elles nécessitent une rentabilité et une position sur le marché qui soient stables et solides, et exigent un certain niveau de compétences financières.

25. L'utilisation d'instruments hybrides, comme le financement mezzanine, qui se situe au milieu du spectre des produits classés selon leur ratio risque/rendement pour les investisseurs (tableau 2), connaît une évolution contrastée depuis la crise. Le marché commercial s'est contracté et, dans certains pays où les bailleurs de fonds privés étaient en retrait, le recours au crédit mezzanine bénéficiant d'un soutien public a beaucoup progressé, les pouvoirs publics intervenant pour combler le vide. Toutefois, pendant la reprise, alors que les banques ont cessé de prêter à des entreprises appartenant à la catégorie spéculative, le financement par emprunt ciblant les marchés de capitaux privés s'est accru.

Tableau 2. Table 2. Comparaison entre les emprunts « mezzanine » et les autres techniques de financement

	Dette de rang Mezzanine		Fonds propres
	supérieur		
Classification économique	Emprunt		Capitaux propres
Classification juridique	Emprunt		Capitaux propres
Rang	Supérieur		Inférieur
Effet fiscal	Intérêts déductibles	débiteurs	Intérêts déductibles
Clauses restrictives	Exhaustives		Proches de celles des dettes de rang supérieur, mais atténuées
Sûreté	Oui de premier rang		Oui de deuxième rang
Cogestion de l'investisseur	Aucune cogestion directe		Cogestion modérée ; sièges au conseil d'administration
Objet	Précisé par contrat		Non précisé
Durée	4-5 ans		5-10 ans
Frais d'intérêts	Coût des fonds + 255-350 points de base		150-300 points de base au-dessus du taux des emprunts seniors
Remboursement	Amortissement sur les flux de trésorerie		À la sortie ou à échéance*
Bons de souscription	Aucun		Presque toujours
Rendement total escompté	5-13 %		13-25 %

* Le remboursement du principal n'intervient pas pendant la durée de vie de l'emprunt, mais prend la forme d'un paiement forfaitaire à la sortie ou à échéance.

Source : adapté d'une publication du Crédit Suisse intitulée Financement mezzanine – un instrument hybride prometteur, *Economic Briefing* n° 42

26. Ces dernières années, grâce au soutien de programmes publics, les possibilités se sont multipliées de proposer des instruments hybrides aux PME moins solvables et dont les besoins de financement sont plus modestes que ce qui est la norme sur les marchés de capitaux privés. L'intervention des pouvoirs publics et des organisations internationales revêt plusieurs formes : i) la participation au marché commercial avec la création de fonds d'investissement qui mandatent des spécialistes du marché privé ; ii) le financement public direct des PME dans le cadre de programmes gérés par des institutions financières publiques ; iii) l'octroi de garanties à des institutions privées qui prêtent aux PME et ; iv) le financement d'entreprises d'investissement privées à des conditions très avantageuses.

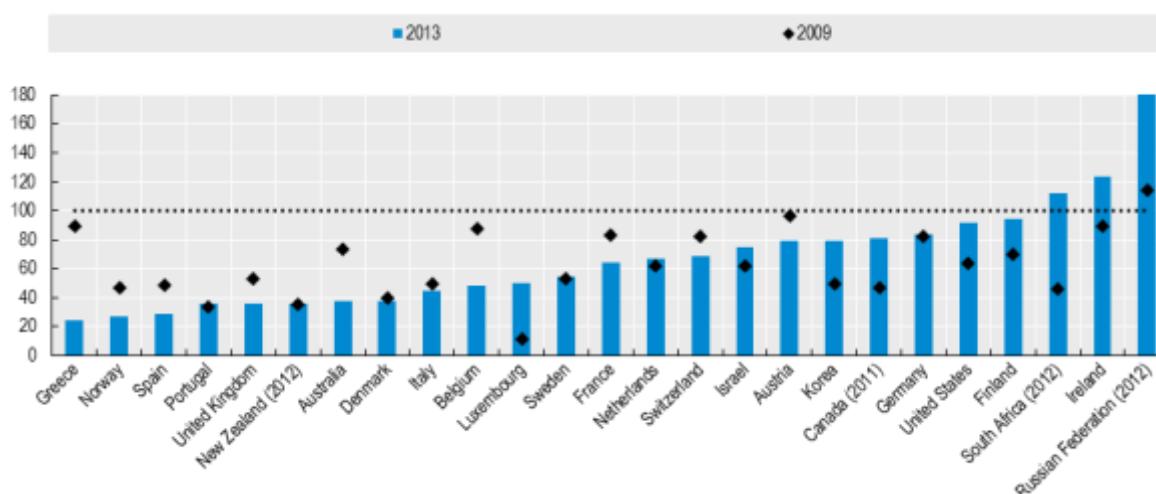
Le capital-investissement s'est beaucoup développé au cours des dernières décennies, compensant en partie la stagnation des marchés publics

27. Le financement sur fonds propres est essentiel aux entreprises qui recherchent des capitaux de longue durée pour soutenir l'innovation, la création de valeur et la croissance. Le financement sur fonds propres est particulièrement adapté aux entreprises qui se situent dans le haut de la fourchette risque-rendement, comme les entreprises nouvelles, innovantes et à forte croissance. Les capitaux d'amorçage et de démarrage peuvent stimuler la création d'entreprises et leur développement, tandis que

d'autres formes de capital-investissement, comme les plateformes spécialisées dans l'entrée en bourse de PME, peuvent procurer des ressources financières aux PME à forte croissance.

28. Dans les pays membres et non membres de l'OCDE, les instruments de capital-investissement se sont beaucoup développés au cours des deux dernières décennies. Cet essor vient en partie compenser la stagnation des marchés publics, même si, à la suite de la crise financière mondiale, les options de sortie sont devenues plus compliquées pour les investisseurs. Le capital-risque et l'investissement providentiel offrent notamment de nouvelles solutions de financement aux jeunes pousses innovantes à fort potentiel de croissance, principalement mais pas exclusivement dans les secteurs de haute technologie. Leur rôle s'est accru au cours de la dernière décennie, car le secteur s'est structuré et organisé, y compris par le biais de syndicats, d'associations et de réseaux, bien que la crise financière mondiale ait durement frappé le secteur du capital-risque. En 2013, dans la plupart des pays, le niveau des investissements de capital-risque était toujours inférieur à celui d'avant la crise et, dans certains cas, à celui enregistré en 2009 (graphique 2).

Figure 2. Figure 2. Évolution du capital-risque (2007 = 100)



Source : OCDE (2014), Panorama de l'entrepreneuriat 2014, Éditions OCDE.

29. Les fonds de capital-risque et les investisseurs providentiels se caractérisent par des motivations, des objectifs, une échelle d'action et un mode opératoire différents, mais sont très complémentaires pour la continuité du financement des entreprises en phase de démarrage. Les investisseurs providentiels doivent pouvoir s'appuyer sur un marché du capital-risque parfaitement opérationnel pour procurer à certaines entreprises qu'ils soutiennent les investissements de suivi dont elles ont besoin. Dans le même temps, un marché d'investissement providentiel bien développé peut multiplier les possibilités d'investissement et augmenter les transactions de capital-risque.

30. Les responsables publics s'intéressent de plus en plus à ces marchés d'actions afin de mobiliser des ressources financières et un savoir-faire entrepreneurial en faveur de projets novateurs. Les moyens mis en œuvre font une large place aux mesures du côté de l'offre, comme les incitations fiscales, l'investissement direct et le co-investissement, l'aide aux associations et aux réseaux sectoriels, pour augmenter la visibilité et l'échelle d'action et faciliter l'appariement avec les entrepreneurs. Dans une moindre mesure, les politiques visent aussi la formation, le mentorat et l'encadrement des investisseurs. À l'instar d'autres instruments, le volet demande capte moins d'attention et de ressources des pouvoirs

publics, bien que les pays déploient de plus en plus souvent des mesures qui ciblent les compétences des entrepreneurs existants ou potentiels.

L'entrée en bourse du capital des PME peut offrir le moyen de financer les PME innovantes et à forte croissance, mais les marchés sont actuellement restreints

31. Depuis des décennies, les acteurs des marchés privés et les responsables publics ont cherché à encourager le développement de places boursières spécialisées ou de plateformes de négociation similaires afin de répondre à la demande de capitaux propres des PME. L'entrée en bourse des PME par des émissions sur le marché primaire et le marché secondaire peut mobiliser les fonds nécessaires à la croissance d'une entreprise et faciliter son financement ultérieur par recours à l'emprunt. Les propriétaires de PME existantes peuvent y réaliser des augmentations de capital et accéder à un plus large vivier d'investisseurs, y compris des particuliers et des investisseurs institutionnels sophistiqués et à long terme.

32. Un certain nombre de marchés ciblant les petites entreprises ont vu le jour dans différentes régions du monde. Comparativement aux places boursières traditionnelles, les plateformes spécialisées pour les PME, ou « nouveaux marchés », offrent une plus grande souplesse en matière de critères de cotation et d'informations à communiquer, ainsi que des coûts d'admission relativement faibles afin d'attirer les PME. Dans le même temps, ces nouveaux marchés adoptent en général des méthodes opérationnelles qui protègent les intérêts des investisseurs et l'intégrité du marché.

33. Malgré leur potentiel, la part du financement des PME issue des marchés boursiers est actuellement très faible. Il reste d'importants obstacles à surmonter pour généraliser le recours des PME aux actions. Outre les coûts, les contraintes bureaucratiques et les obligations déclaratives, des facteurs culturels et les pratiques de gestion sont autant d'écueils pour les PME. La crainte de ne pas être capable de gérer le processus d'introduction en bourse, la peur d'être exposée à la volatilité des cours, l'aversion à communiquer des données sensibles, mais aussi la méconnaissance du processus d'entrée en bourse et des étapes ultérieures sont d'autres raisons qui expliquent la réticence des PME à rejoindre les marchés boursiers. En outre, les entrepreneurs refusent souvent d'abandonner la propriété ou le contrôle de leur entreprise et les éventuelles périodes de blocage qui accompagnent une entrée en bourse.

34. Pour leur part, les bailleurs de fonds sont confrontés à des coûts de surveillance élevés par rapport au niveau de l'investissement, à des obstacles réglementaires et à des considérations tenant à la protection des investisseurs. Le faible niveau de liquidité sur les marchés de croissance des PME (inhérent à la catégorie d'actif des PME) est l'un des principaux facteurs qui dissuadent d'acquérir des participations dans des PME cotées.

35. Les pouvoirs publics cherchent à mobiliser l'investissement des particuliers pour parer au manque de liquidité sur les marchés de capitaux destinés aux PME, par exemple en relevant le seuil auquel les obligations de communication de l'information au public et les obligations connexes se déclenchent, ou en accordant des allègements d'impôt au titre de l'investissement dans des entreprises non cotées qui pourraient par la suite rejoindre le marché boursier. Les approches réglementaires récentes reconnaissent que ces plateformes peuvent nécessiter une réglementation et une infrastructure taillées sur mesure, afin d'en faciliter l'accès aux PME tout en protégeant l'intérêt des investisseurs. Dans certains pays, les nouveaux marchés offrent des services ad hoc aux entrepreneurs axés sur la croissance, comme la mise en relation avec des investisseurs expérimentés ou la possibilité de conserver un pourcentage de propriété plus élevé que lors d'une entrée en bourse classique.

3. PRINCIPALES DIFFICULTÉS ET RÉPERCUSSIONS EN TERMES DE POLITIQUES PUBLIQUES

Il faut s'attaquer aux obstacles qui empêchent les PME d'opter pour des instruments de financement novateurs...

36. Dans tous les pays, les PME se heurtent à des obstacles comparables pour tirer tous les fruits d'une offre financière plus diversifiée s'appuyant sur des instruments alternatifs. Les responsables publics et les parties prenantes doivent lever ces obstacles pour que le système financier de plus en plus complexe réponde aux besoins de l'économie réelle.

... en améliorant les compétences des PME et leur vision stratégique de leurs besoins de financement...

37. Les compétences et la vision stratégique des PME sont des piliers essentiels dans toute stratégie visant à élargir l'offre d'instruments de financement. La méconnaissance des instruments alternatifs de la part des start-ups et des PME freine le développement de ces marchés. Il ne s'agit pas seulement de mieux faire connaître les différents instruments, mais aussi d'aider les PME à élaborer une approche stratégique à long terme de leur financement ; cela implique de comprendre en quoi différents instruments peuvent répondre à différents besoins de financement à divers stades du cycle de vie, les avantages et les risques qu'ils impliquent, ainsi que leurs complémentarités et la possibilité d'exploiter ces sources.

38. Il est également nécessaire d'améliorer la qualité des plans d'activité des start-ups et des projets d'investissement des PME, notamment pour le développement du segment le plus risqué du marché. Dans de nombreux pays, le manque d'entreprises répondant aux critères des investisseurs constitue un sérieux frein au développement du capital-investissement pour les petites et jeunes entreprises. En outre, les PME sont rarement en mesure de satisfaire aux exigences de diligence raisonnable des investisseurs. De fait, l'inquiétude croissante que suscitent le manque de compétences et de capacités entrepreneuriales et la faible qualité des projets d'investissement conduit les pouvoirs publics à s'intéresser de plus près au volet de la demande, bien que les mesures axées sur l'offre continuent de prédominer. Il s'agit de mesures telles que la formation et le mentorat.

... en concevant une réglementation efficace qui concilie stabilité financière et ouverture de nouveaux canaux de financement pour les PME...

39. Le cadre réglementaire est un puissant moteur de création d'instruments qui s'accompagnent d'un risque plus élevé pour les investisseurs que l'emprunt classique, du prêt contre nantissement d'actif au capital-investissement. Aussi, concevoir et mettre en œuvre une réglementation efficace, qui concilie stabilité financière, protection des investisseurs et ouverture de nouveaux canaux de financement pour les PME, constitue un défi crucial pour les pouvoirs publics et les autorités réglementaires. Ceci est d'autant plus vrai compte tenu de l'évolution rapide du marché, qui est la conséquence des avancées technologiques et du développement de produits qui, dans un contexte de bas niveau des taux d'intérêts, répondent à l'appétit de rendements élevés des investisseurs. On assiste à l'émergence de nouveaux modèles de financement qui peuvent faire intervenir des investisseurs relativement inexpérimentés, comme dans le cas du financement participatif, ou dans lesquels un décalage des incitations peut menacer la stabilité du système, que l'interdépendance croissante des marchés financiers rend plus vulnérable au risque.

40. La titrisation en est l'illustration. Des initiatives réglementaires récentes tentent de remédier aux faiblesses mises en évidence par la crise financière mondiale, comme le décalage des intérêts entre le créateur du produit et l'investisseur et entre le capital réglementaire et le risque de crédit, ainsi qu'à l'insuffisance des procédures de diligence raisonnable de la part des investisseurs. Toutefois, les réformes

réglementaires visant à rendre le secteur financier plus sûr sont perçus comme excessivement contraignantes par de nombreux investisseurs qui se retirent du marché. De même, l'incertitude permanente induite par l'attente de nouvelles révisions réglementaires dissuade les investisseurs et empêche le redémarrage du marché. La certitude fait partie de tout cadre réglementaire sain pour les investisseurs.

41. Il faudrait également s'efforcer de promouvoir un recours plus fréquent des PME aux marchés d'actions, actuellement freiné par des coûts élevés, des contraintes réglementaires, le manque de liquidité et des pratiques de négociation qui découragent les intermédiaires. Il convient de trouver le juste équilibre entre charges administrative et réglementaires et diligence raisonnable, afin que la souplesse accordée aux PME ne menace pas la protection des investisseurs, l'intégrité des participants au marché, la gouvernance d'entreprise ou la transparence. Les pouvoirs publics devraient prendre des mesures qui incitent les participants aux marchés de capitaux à suivre une approche à plus long terme et à offrir des services supplémentaires aux entrepreneurs axés sur la croissance. La mise en place d'un cadre approprié pour l'accès des PME aux marchés d'actions sera aussi bénéfique au développement d'autres instruments de capitaux propres pour les PME tels que le placement privé de capitaux, le financement participatif par actions, les fonds cotés en bourse (avec une possibilité de cofinancement et de partage des risques entre les secteurs privé et public) et le capital-risque.

... en élaborant des infrastructures de l'information qui reflètent plus précisément le niveau de risque associé au financement des PME et qui encouragent la participation des investisseurs...

42. Il est indispensable d'agir en priorité pour remédier aux asymétries de l'information et accroître la transparence sur les marchés afin de stimuler le développement d'instruments de financement alternatifs pour les PME. Les infrastructures d'évaluation du risque de crédit, comme les agences de notation ou les registres ou entrepôts de données contenant des informations détaillées sur les prêts, peuvent atténuer la perception du caractère risqué du financement des PME aux yeux des investisseurs et les aider à cerner des investissements intéressants. Des informations plus fiables sur le risque peuvent aussi réduire les coûts de financement généralement plus élevés pour les PME que pour les grandes entreprises. Le niveau accru de risques et de coûts résulte de l'hétérogénéité et de l'opacité importantes du secteur des PME, dont les acteurs sont souvent moins enclins, désireux ou à même de partager des renseignements sensibles en matière de risque.

43. Certains pays ont pris des mesures visant à combler le déficit d'information dont souffrent PME et investisseurs potentiels en facilitant leurs interactions directes, avec différents degrés d'engagement des pouvoirs publics, allant de campagnes de sensibilisation à des opérations de courtage et de mise en relation. Sur le segment des investisseurs providentiels, par exemple, les pouvoirs publics se sont essentiellement attachés à améliorer le flux d'information et les possibilités de rencontres entre bailleurs de fonds et entrepreneurs. Toutefois, dans certains cas, ces efforts n'ont pas produit les résultats souhaités, en raison du manque de maturité des marchés locaux, à savoir des entreprises n'ayant pas l'échelle requise ou ne répondant pas aux attentes des investisseurs. Cela souligne la nécessité de mener une action qui tienne compte des limites existantes du côté de l'offre comme de la demande.

... en déployant des mesures qui mettent à contribution les ressources du secteur privé et élaborent des mécanismes adéquats de partage des risques avec le secteur privé...

44. Pour certains instruments hybrides ou de capitaux propres, les responsables de l'action publique sont confrontés au dilemme d'accélérer l'offre pour les PME ou de l'étendre aux PME dont l'évaluation de solvabilité est moins bonne et dont les besoins financiers sont moins importants que celles habituellement desservies par les investisseurs privés, tout en veillant à la viabilité à long terme. Au lendemain de la crise financière mondiale, alors que les investisseurs privés se retiraient de certains segments du marché, les

politiques publiques se sont employées à aider ces marchés, les pouvoirs publics venant combler, au moins en partie, le déficit de financement pour les entreprises innovantes ou à forte croissance. Dès lors, la part publique du financement sur ces segments à risque plus élevé a beaucoup augmenté. Un enjeu essentiel consiste désormais à mettre à contribution les ressources privées et à élaborer des mécanismes adéquats de partage des risques avec des partenaires privés.

... et en améliorant la base de connaissances.

45. Malgré leur importance croissante pour les bailleurs de fonds et les PME, les données relatives à l'utilisation de ces différents outils par les PME et à la réponse qu'ils apportent à leurs besoins sont actuellement fragmentaires. Le manque de données factuelles sur les instruments de financement non liés à l'emprunt constitue un sérieux frein à la conception, la mise en œuvre et l'évaluation des politiques dans ce domaine. Cet écueil est particulièrement pénalisant lorsqu'on cherche à prendre en compte l'hétérogénéité des PME au moment de la conception des politiques. L'analyse de microdonnées et au niveau microéconomique est essentielle pour mieux comprendre les différents besoins du secteur des PME, et peut contribuer à mieux appréhender le potentiel et les défis des nouveaux modèles d'activité qui apparaissent dans le secteur financier.

RÉFÉRENCES

OCDE (2014a), New approaches to SME and entrepreneurship finance: Broadening the range of instruments, rapport final, CFE/SME(2013)7/FINAL

OCDE (2014b), New approaches to SME and entrepreneurship finance: the case of crowdfunding, projet de rapport final, CFE/SME(2013)7/REV2/ANN1

OCDE (2014c), SME debt financing beyond bank lending: the role of securitization, bonds and private placements, CFE/SME(2013)7/REV2/ANN2