



## **Rapport sur le financement des PME et ETI en croissance**

**Octobre 2015**



## Synthèse

De nombreux rapports ont mis en lumière certains problèmes dont souffre le tissu économique français : un nombre relativement faible de PME exportatrices, des investissements pas assez orientés vers l'innovation, un déficit d'entreprises de taille intermédiaire (ETI)... Si plusieurs facteurs non financiers ont été mis en avant pour expliquer cette situation (fiscalité, réglementation, positionnement de gamme, facteurs culturels...), les facteurs financiers dans la dynamique de développement des entreprises méritent une analyse approfondie. Ce rapport de l'Observatoire a pour objectif d'apporter quelques éléments de réflexion sur la performance des PME et ETI au regard des différentes options de financement. Le rapport examine ainsi les stratégies de financement des PME et ETI qui connaissent les croissances les plus dynamiques, et si certains choix de financements qu'elles ont opérés ont pu contribuer à leur croissance.

Le champ d'analyse se concentre sur les seules ETI et PME de plus de 750 000€ de chiffre d'affaires. Dans ce rapport, on réservera la dénomination de « PME et ETI en croissance » au quart des PME et ETI qui, dans leur secteur d'activité, ont « surperformé » en termes de croissance de valeur ajoutée de 2010 à 2013 par rapport au reste de leurs consœurs.

Les travaux conduits par la Banque de France et l'INSEE dans ce rapport montrent que **les « PME et ETI en croissance » présentent un ensemble d'indicateurs économiques mieux orientés que leurs consœurs**. Cette meilleure performance repose notamment sur un taux d'investissement plus élevé, des exportations plus importantes et qui montent en puissance plus rapidement, et un besoin en fonds de roulement (BFR) accru.

**Ces caractéristiques conduisent ainsi les entreprises en croissance à présenter des besoins de financement spécifiques.** L'Observatoire a pu mettre en évidence qu'effectivement, avant de connaître leur période de forte croissance (2010-2013), ces entreprises avaient bien levé davantage de dette moyen terme pour financer leur investissement, et utilisaient davantage les produits de court terme pour financer leur BFR. Le plus fort endettement de ces entreprises est rendu possible par des taux de marges plus élevés, qui accroît leur capacité à s'endetter, mais ces entreprises utilisent aussi davantage que les autres leur capacité d'endettement. L'Observatoire a pu constater inversement que le financement par la dette de l'investissement et des besoins de fonds de roulement ressortait comme un facteur de croissance.

Par ailleurs, ces financements par la dette se traduisent par une augmentation significative de la taille des bilans de ces entreprises, qui à son tour entraîne un besoin accru de fonds propres. Pour ne pas déséquilibrer leur structure financière, ces entreprises ont en effet également besoin d'ouvrir de façon plus fréquente et/ou plus prononcée leur capital. Dans les faits, l'Observatoire a pu vérifier qu'elles augmentaient plus souvent et plus fortement leur capital.

Les PME et ETI en croissance sont les entreprises qui utilisent pleinement les différents leviers de financement. Il apparaît néanmoins que le financement des PME et ETI présente des enjeux spécifiques. Quatre axes de travail ont été explorés par l'Observatoire du financement des entreprises :

1. Si les entreprises en croissance augmentent plus souvent leur capital, leurs actionnaires peuvent néanmoins dans certains cas être réticents à ouvrir le capital des entreprises qu'ils possèdent. C'est particulièrement vrai dans le cas des entreprises familiales, où le maintien du contrôle de l'entreprise est souvent perçu comme essentiel. **Néanmoins, des solutions de financement peuvent être mises en place tout en prenant en compte les contraintes que s'imposent les actionnaires familiaux. Il est important d'intégrer dans les réflexions sur le financement des PME et ETI les spécificités des entreprises familiales.**
2. L'offre de capital à la disposition des entreprises en croissance semble globalement satisfaisante, le capital-investissement français étant bien développé par rapport à celui de ses voisins. Le capital-innovation privé est quant à lui encore dépendant du soutien public, Bpifrance jouant dans ce secteur un rôle majeur. **Le principal point d'attention est probablement du côté de l'insuffisance en nombre de fonds de capital-innovation de taille significative, seuls à même d'offrir des tickets importants d'investissement.**
3. Les ETI en croissance ont depuis peu à leur disposition un outil particulièrement utile qu'est le placement privé : il leur offre, sans qu'elles aient besoin d'être notées ou cotées, la possibilité d'un financement long à partir de montants relativement faibles (émissions à partir de 10 M€). Ce marché connaît un essor important depuis son démarrage en 2012. **L'Euro PP peut devenir un mode de financement particulièrement adapté aux entreprises en croissance en proposant des financements aux maturités plus longues que le financement bancaire, avec un remboursement le plus souvent *in fine* (ce qui libère des cash-flows à court terme par rapport à une dette amortissable) et la plupart du temps sans prise de garantie (ce qui est utile aux entreprises réalisant un investissement immatériel).**
4. Ce rapport met en évidence que les PME et ETI en croissance sont plus nombreuses à rentrer sur le marché à l'export, augmentent plus rapidement le nombre de produits qu'elles exportent et le nombre de pays vers lesquels elles exportent, et réalisent au total une plus grande partie de leur chiffre d'affaires à l'étranger. Pour autant, les PME et ETI en croissance qui disposent de moins de liquidités ont une propension à exporter plus faible : une importante capacité à autofinancer ses démarches d'exportation semble être un atout dans l'ouverture aux marchés étrangers. **Le financement apparaît déterminant pour la croissance à l'international. Pour l'Observatoire, il apparaît important de prolonger les études afin de préciser les besoins spécifiques de financement des PME et ETI qui désirent se développer à l'international.**

# Table des matières

<b>Synthèse.....</b>	<b>2</b>
<b>Introduction .....</b>	<b>5</b>
1. <i>La littérature économique récente s'est concentrée sur les entreprises en forte croissance</i> .....	5
2. <i>Ce rapport se penche sur la notion plus large d'« entreprise en croissance »</i> .....	6
<b>I. Le cercle vertueux du financement des PME et ETI en croissance .....</b>	<b>10</b>
1. <i>Les caractéristiques des PME et ETI en croissance</i> .....	10
2. <i>L'endettement à court terme semble jouer un rôle qui dépend de la taille des entreprises en croissance</i> .....	18
i) <i>Avant la période de croissance, le poids de leur besoin de fonds de roulement est légèrement supérieur pour les PME-ETI en croissance</i> .....	18
ii) <i>L'endettement à court terme semble être un facteur de croissance des petites entreprises en croissance</i> .....	18
3. <i>L'endettement de long terme semble avoir globalement un effet positif sur la croissance des entreprises</i> .....	19
4. <i>Le renforcement des fonds propres est essentiel pour une trajectoire de croissance soutenue</i> .....	21
i) <i>Les entreprises en forte croissance ont fait plus souvent des augmentations de capital avant et pendant leur période de croissance</i> .....	21
ii) <i>Pour les entreprises de moins de 20 salariés, une part de capitaux propres plus élevée dans le bilan est un facteur de croissance</i> .....	22
<b>II. Les enjeux spécifiques du financement des PME et ETI en croissance.....</b>	<b>23</b>
1. <i>Des freins culturels à l'ouverture de capital, en particulier dans le cas des entreprises familiales, qui peuvent être surmontés</i> .....	23
i) <i>Des entreprises familiales plus réticentes à ouvrir leur capital car souhaitant en garder le contrôle</i> .	23
ii) <i>S'ouvrir à la présence de membres indépendants dans les conseils d'administration</i> .....	25
iii) <i>Des investisseurs privés qui correspondent particulièrement bien aux attentes des entreprises familiales</i> .....	25
2. <i>Le capital-investissement, un outil de renforcement des fonds propres utile aux PME et ETI en croissance</i> .....	29
i) <i>La deuxième source de financement des PME après les banques</i> .....	29
ii) <i>L'activité de capital investissement bénéficie depuis deux ans d'une dynamique positive</i> .....	32
iii) <i>La contribution du capital-investissement au financement de la croissance des PME et ETI peut encore être améliorée, notamment sur la taille des tickets disponibles</i> .....	35
3. <i>Le placement privé, un outil en développement rapide qui convient particulièrement bien aux ETI en croissance</i> .....	36
4. <i>Le financement des exportations, potentiellement contraint ?</i> .....	38
<b>ANNEXES.....</b>	<b>42</b>
<i>Annexe 1 : Composition de l'Observatoire du financement des entreprises</i> .....	43
<i>Annexe 2 : Un portrait-robot de l'entreprise de taille intermédiaire en France</i> .....	44
<i>Annexe 3 : Revue de littérature sur les « gazelles »</i> .....	48
<i>Annexe 4 : Entreprises au sens de la LME</i> .....	52
<i>Annexe 5 : La méthode d'analyse financière : les principaux ratios utilisés</i> .....	53
<i>Annexe 6 : Graphiques sectoriels</i> .....	54
<i>Annexe 7 : Quelques résultats de la littérature économique sur les modalités de financement des PME</i>	64
<i>Annexe 8 : Rôle de Bpifrance dans le capital investissement</i> .....	66
<i>Références bibliographiques</i> .....	68

# Introduction

De nombreux rapports, parmi lesquels le rapport Gallois<sup>1</sup>, ont mis en lumière le déficit d'entreprises de taille intermédiaire (ETI) dont souffre le tissu économique français. Ces 4 800 entreprises rassemblent certes un quart de l'emploi salarié, et le tiers de nos exportations<sup>2</sup>. Cependant, et même si les comparaisons internationales sont délicates sur ce sujet, différentes approches convergentes aboutissent à la conclusion que les ETI occupent une place trop faible du tissu économique en France, notamment en comparaison à l'Allemagne (cf. annexe 2). Une question essentielle pour la compétitivité française et la création d'emplois est ainsi la capacité de notre tissu productif à faire croître ses entreprises, et à transformer certaines PME en ETI.

Plusieurs études ont mis en exergue différents facteurs non financiers pouvant expliquer la plus ou moins grande capacité des PME à grandir : l'environnement réglementaire et fiscal, la capacité d'innovation, l'offre de travail, la gouvernance des entreprises, les facteurs culturels et psychologiques, le positionnement de gamme, les choix d'internationalisation ou simplement l'absence de projets de croissance. Pour autant, la question du financement dans la dynamique de développement des entreprises mérite une analyse approfondie.

La croissance d'une entreprise nécessite en effet un accompagnement spécifique en termes de financement avec notamment la diversification des sources de financement nécessaire au-delà d'une certaine taille, la couverture des pics de besoins en fonds de roulement liés à des carnets de commandes en expansion, le financement des coûts d'innovation et d'exportation, et la consolidation des fonds propres, nécessaire au maintien d'une structure financière équilibrée.

Quelles sont les caractéristiques des entreprises en croissance en termes de financement ? Certains choix de financement peuvent-ils augmenter les chances pour les PME et ETI de croître ? L'écosystème de financement français est-il parfaitement adapté au financement de la croissance des entreprises ou bien existe-t-il certains besoins de financement d'entreprises en croissance ou des types de croissance qui sont mal couverts ?

## **1. La littérature économique récente s'est concentrée sur les entreprises en forte croissance**

Ces dernières années, de nombreux travaux ont été consacrés à la problématique de la croissance des entreprises, notamment dans l'analyse du développement très rapide des entreprises. C'est notamment David Birch, chercheur au sein de la société Cognetics (Massachusetts), qui a introduit en 2002<sup>3</sup> le terme « gazelles » pour décrire les entreprises à *forte* croissance, dont l'usage est alors devenu commun.

---

<sup>1</sup> Louis Gallois (2012), « Pacte pour la compétitivité de l'industrie française »

<sup>2</sup> Source : Insee, « Les entreprises en 2014 », collection « Insee Références » - novembre 2014

<sup>3</sup> D. Birch (2002) « Small Business: Slump? What Slump? », Interview dans Fortune, décembre 2002

Des études plus récentes ont mis l'accent sur le manque de « gazelles », ces entreprises de taille moyenne à forte croissance, en regard du nombre de petites entreprises, les « souris », et de grandes entreprises, les « éléphants ». L'absence relative de ces entreprises moyennes à très forte croissance expliquerait en partie les carences constatées en termes de production et d'emplois. Les entreprises de ce type sont en effet présentées comme ayant un fort potentiel de création d'emplois, susceptible d'avoir un effet d'entraînement sur l'économie du territoire qui les abrite<sup>4</sup>.

Il n'existe pas de définition unique des entreprises de forte croissance, ou « gazelles », la notion même de « forte croissance » étant subjective, ce qui rend délicat la définition de critères d'identification *a priori*. Selon les critères utilisés (relatifs ou absolus), les entreprises recensées comme étant de « forte croissance » peuvent en pratique représenter jusqu'à 5% d'entreprises les plus performantes, voire dans certains cas jusqu'à 10% (cf. annexe 3). Un examen de la littérature sur les entreprises en forte croissance permet d'exhiber certains faits stylisés qui semblent robustes aux différentes définitions choisies :

- les entreprises pérennes affichant la plus forte croissance sont majoritairement de jeunes entreprises;
- leur phase de croissance n'est généralement soutenue que sur quelques années et plus éphémère ensuite ;
- la forte croissance des entreprises repose souvent sur l'innovation.

## **2. Ce rapport se penche sur la notion plus large d'« entreprise en croissance »**

Pour ne pas se focaliser sur un petit nombre d'entreprises jeunes, dont la croissance explosive repose sur un procédé innovant et est concentrée sur un laps de temps très court, ce rapport reposera sur un champ plus large que celui de gazelles, en analysant les 25% d'entreprises qui « surperforment » dans leur secteur d'activité.

Dans un champ d'étude restreint aux PME-ETI, et excluant de fait l'essentiel des TPE (définitions présentées en annexe 4), le groupe d'« entreprises en croissance » sera défini comme l'ensemble des entreprises dont le taux de croissance moyen de la valeur ajoutée sur la période 2010-2013 se trouve dans le dernier quartile de la distribution des taux de croissance moyens de son secteur. Une entreprise du secteur du commerce sera ainsi considérée comme une « entreprise en croissance » si entre 2010 et 2013 elle a connu une croissance moyenne qui la place dans le quart des entreprises de commerce à avoir cru le plus. Le groupe des « autres entreprises » sera défini dans chaque secteur comme l'ensemble des entreprises dont le taux de croissance moyen de la valeur ajoutée n'est pas dans le dernier quartile. Les entreprises dites « en croissance » sont donc sélectionnées en fonction du rythme de croissance qu'elles ont connu sur la période 2010-2013. De façon à identifier les décisions et les évolutions antérieures qui ont pu contribuer à cette forte croissance, leurs caractéristiques sur la période 2004-2010 seront examinées, pour les

---

<sup>4</sup> Jean-Paul Bethève et Christian Saint-Étienne (2006), «Une stratégie PME pour la France »

entreprises qui existaient déjà et qui faisaient déjà partie de la base de données (ce qui suppose notamment de dépasser le seuil de 750 000€ de chiffre d'affaires). La procédure de sélection des entreprises est détaillée dans l'encadré 1.

### **Encadré 1 : Méthode de détection des « PME et ETI en croissance » utilisée**

Pour cette étude, le champ d'étude est restreint aux PME et ETI. Les entreprises en croissance de notre base de données sont sélectionnées sur la période 2010-2013 dans la base Fiben de la Banque de France<sup>5</sup>, selon le principe suivant :

- sélection des entreprises au sens de la loi de modernisation de l'économie (LME), classées dans la catégorie PME ou ETI (cf. annexe 4), et par secteur, hors agriculture;
- cylindrage de l'échantillon de 2010 à 2013 : ne sont retenues que les PME et ETI non financières<sup>6</sup> dont le bilan est collecté dans Fiben (donc présentant un chiffre d'affaires de plus de 750 000€) pour chacune des quatre années. Ces PME-ETI sont réparties en quatre secteurs : industrie et distribution d'énergie (qui sera dénommé « industrie »), construction, commerce, et un quatrième regroupant l'ensemble des autres services, qui sera dénommé par commodité « services » ;
- une entreprise est considérée en croissance si le taux de croissance annuel moyen de sa valeur ajoutée sur les trois ans est supérieur ou égal au quartile supérieur de la distribution des taux de croissance annuels moyens de la valeur ajoutée du secteur d'activité dans lequel elle opère. Il apparaît en effet important de ne pas fixer un seuil arbitraire et identique pour tous les secteurs pour ne pas refléter uniquement le dynamisme du secteur dans lequel les entreprises opèrent.
- On définira également le groupe des « autres entreprises » comme celles dont le taux de croissance moyen de la VA n'est pas dans le dernier quartile.

De façon formelle, si on ordonne la distribution des taux de croissance moyen de la valeur ajoutée des entreprises d'un secteur  $s$ , 75 % des taux de croissance sont inférieurs au troisième quartile (noté  $Q3_s$ ), et 25 % se situent au-dessus. Une entreprise  $i$  du secteur  $s$  fera partie de l'ensemble des entreprises en croissance si la condition suivante est vérifiée :

$$\sqrt[3]{\frac{VA_{i,2013}}{VA_{i,2010}}} - 1 \geq Q3_s$$

Sur environ 39 200 entreprises pérennes sur la période 2010-2013, la méthode amène par définition à en retenir 25 % comme entreprises en croissance dans chaque secteur, soit à peu près 9 800, à comparer avec les 29 400 autres entreprises. Leur répartition est assez homogène entre les quatre secteurs retenus (cf. tableau 1). Par rapport aux PME, les ETI sont légèrement surreprésentées parmi les entreprises en croissance : les ETI représentent

<sup>5</sup> Fiben, le (FI)chier (B)ancaire des (EN)trepises, recense environ 250 000 bilans d'entreprises.

<sup>6</sup> La notion d'entreprise retenue est celle du groupe au sens de la LME

4% des entreprises en croissance, contre seulement 3,4% des autres entreprises (cf. tableau 2).

**Tableau 1 : Dénombrement des PME-ETI en croissance sur la période 2010-2013**

	Industrie			Construction			Commerce			Autres secteurs - hors agriculture			Total		
	Entreprises en croissance			Entreprises en croissance			Entreprises en croissance			Entreprises en croissance			Entreprises en croissance		
	Autres	%		Autres	%		Autres	%		Autres	%		Autres	%	
2004	658	2565	20%	604	2654	19%	1 259	4 675	21%	814	3 297	20%	3 335	13 191	20%
2005	732	2 815	21%	708	2 982	19%	1 379	5 173	21%	951	3 722	20%	3 770	14 692	20%
2006	848	3 077	22%	859	3 405	20%	1 602	5 671	22%	1 091	4 189	21%	4 400	16 342	21%
2007	1 007	3 459	23%	1 041	3 887	21%	1 847	6 433	22%	1 328	4 847	22%	5 223	18 626	22%
2008	1 188	3 851	24%	1 335	4 663	22%	2 197	7 302	23%	1 652	5 646	23%	6 372	21 462	23%
2009	1 319	4 185	24%	1 615	5 165	24%	2 544	8 093	24%	1 983	6 441	24%	7 461	23 884	24%
2010	1 707	5 116	25%	2 079	6 234	25%	3 396	10 186	25%	2 623	7 854	25%	9 805	29 390	25%
2011	1 707	5 116	25%	2 079	6 234	25%	3 396	10 186	25%	2 623	7 854	25%	9 805	29 390	25%
2012	1 707	5 116	25%	2 079	6 234	25%	3 396	10 186	25%	2 623	7 854	25%	9 805	29 390	25%
2013	1 707	5 116	25%	2 079	6 234	25%	3 396	10 186	25%	2 623	7 854	25%	9 805	29 390	25%

Champ : PME et ETI au sens de la LME, présentes dans Fiben entre 2010 et 2013, Source : Banque de France, Direction des entreprises, base Fiben

Clé de lecture : dans l'industrie, entre 2010 et 2013, 1707 entreprises « en croissance » sont étudiées, et 5116 autres entreprises. Dans l'industrie, en 2004, seules 658 des 1707 entreprises « en croissance » faisaient déjà partie de la base de données, les autres ayant par exemple été créées après 2004 ou n'ayant dépassé le seuil de 750 000€ qu'après 2004.

**Tableau 2 : Répartition des entreprises selon leur taille en 2013**

		PME	ETI
Industrie	en croissance	96,1%	3,9%
	autres entreprises	96,5%	3,5%
Construction	en croissance	98,7%	1,3%
	autres entreprises	98,8%	1,2%
Commerce	en croissance	95,8%	4,2%
	autres entreprises	96,0%	4,0%
Autres secteurs	en croissance	93,9%	6,1%
	autres entreprises	95,7%	4,3%
Total	en croissance	96,0%	4,0%
	autres entreprises	96,6%	3,4%

Clé de lecture : en 2013, 96,1% des entreprises en croissance de l'industrie sont des PME, et 3,9% des entreprises en croissance de l'industrie sont des ETI.

Les évolutions sont ensuite retracées sur les années antérieures dans le but de disposer d'un recul suffisant. Pour ce faire, on intègre les observations pour les années 2004-2009 relatives aux entreprises en croissance et aux autres entreprises (qui ont elles été identifiées sur la période 2010-2013), quand celles-ci sont disponibles ; en effet, certaines entreprises qui existent entre 2010 et 2013 et appartiennent donc à l'échantillon peuvent avoir été créées après 2004, ou n'apparaître dans la base de données Fiben qu'après 2004, si leur chiffre d'affaires était inférieur à 750 000€ avant. Ainsi, une entreprise créée en 2006, dépassant le seuil de 750 000€ de chiffre d'affaires à partir de 2008, et étant toujours en vie aujourd'hui



fera partie de notre étude de 2008 à 2013. La taille de l'échantillon est donc croissante au fil du temps et fixe à partir de 2010. Ce phénomène d'apparition dans l'échantillon entre 2004 et 2009 étant plus marqué pour les entreprises en croissance, elles ne représentent que 20% des entreprises en 2004.

# I. Le cercle vertueux du financement des PME et ETI en croissance

Avant d'examiner si les entreprises en croissance ont des modalités de financement différentes, la première partie de notre analyse consiste à présenter la population retenue des entreprises en croissance. L'objectif est de déterminer les caractéristiques de ces entreprises en croissance et d'en étudier la dynamique, afin de mieux connaître ce qui favorise leur développement et de pouvoir identifier leurs besoins en matière de financement.

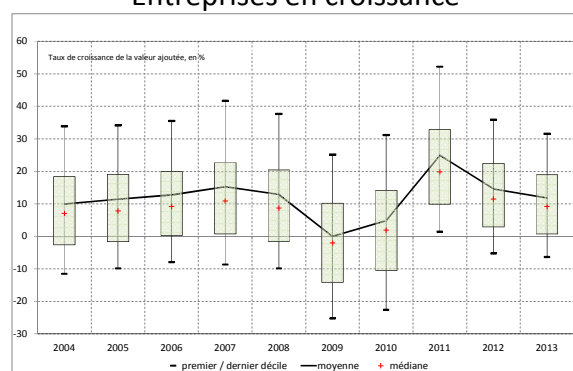
La description statistique du comportement des entreprises en croissance est effectuée à l'aide de ratios économiques et financiers (présentés en annexe 5), calculés sur les différentes populations identifiées (entreprises en croissance et autres entreprises).

## 1. Les caractéristiques des PME et ETI en croissance

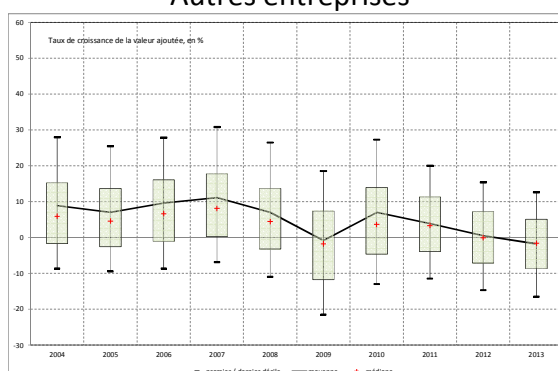
### - Croissance de la valeur ajoutée et du chiffre d'affaires :

Par construction, dans chacun des secteurs, sur la période 2010-2013 la croissance des entreprises en croissance est supérieure à celles des autres entreprises (cf. figures 1 à 4). En 2011, cela se traduit par un rattrapage après la crise plus rapide pour les entreprises en croissance. En 2012 et 2013, alors qu'on observe un ralentissement puis un recul de la valeur ajoutée pour les autres entreprises, la croissance des entreprises en croissance résiste mieux.

**Figure 1 : Taux de croissance de la valeur ajoutée dans le secteur de l'industrie**  
Entreprises en croissance      Autres entreprises

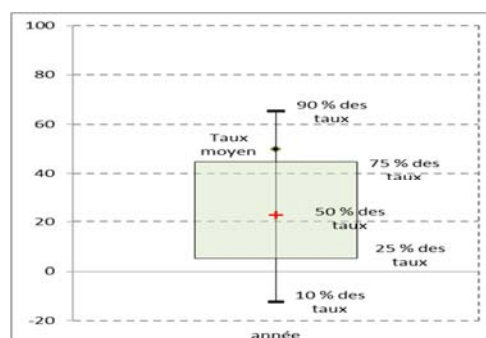


Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

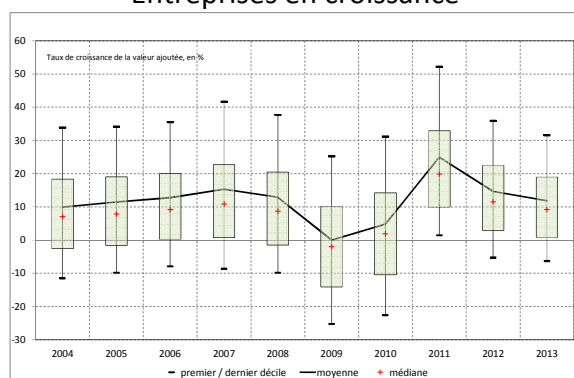


Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

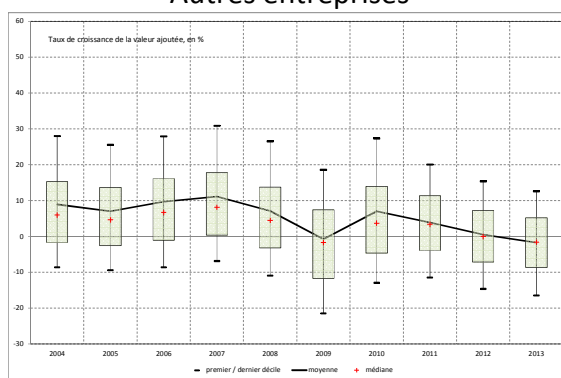
Mode de lecture : les limites du boxplot donnent les quantiles à 10, 25, 50, 75 et 90 %. Ainsi, en 2013, 10 % des entreprises en croissance de l'industrie ont connu une croissance supérieure à 31 %, et la moitié des entreprises en croissance de l'industrie a connu une croissance supérieure à 9 %.



**Figure 2 : Taux de croissance de la valeur ajoutée dans le secteur du commerce**  
**Entreprises en croissance** **Autres entreprises**

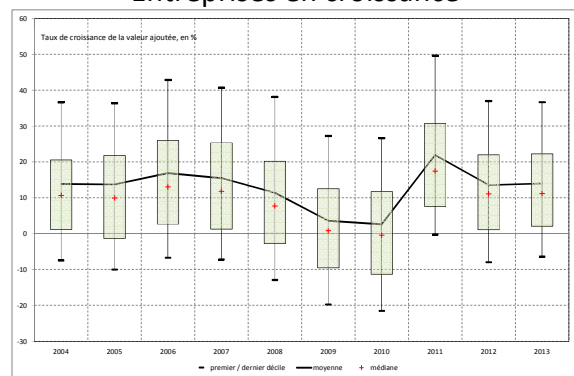


Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

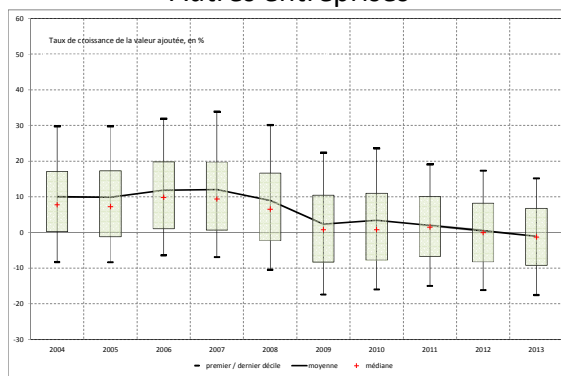


Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

**Figure 3 : Taux de croissance de la valeur ajoutée dans le secteur de la construction**  
**Entreprises en croissance** **Autres entreprises**

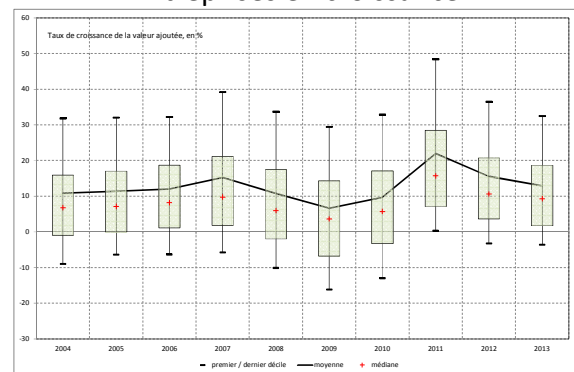


Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

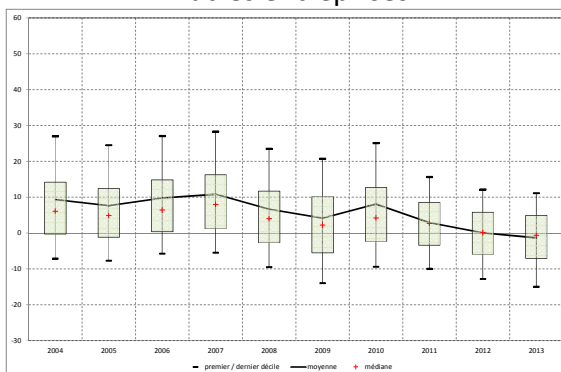


Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

**Figure 4 : Taux de croissance de la valeur ajoutée dans le secteur des « services »**  
**Entreprises en croissance** **Autres entreprises**



Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

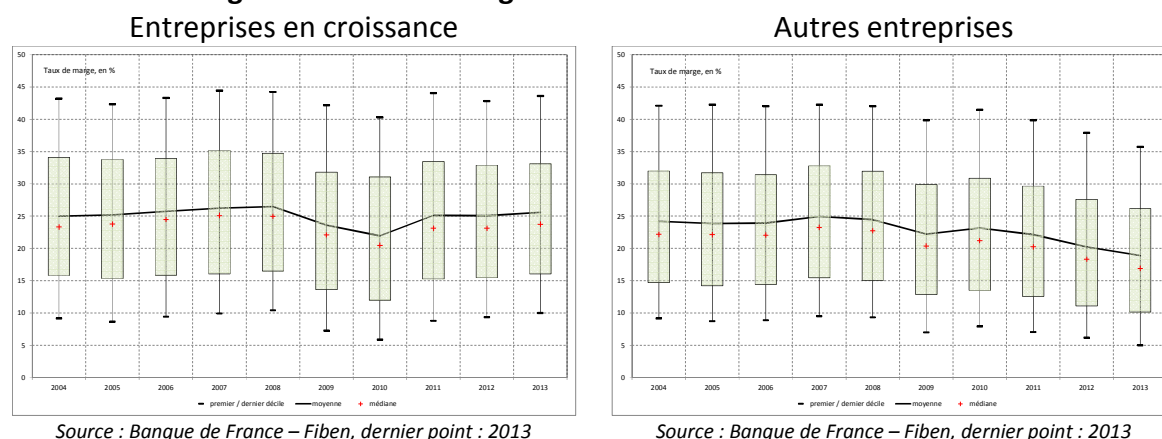


Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

Mais les « entreprises en croissance », (qui ont été sélectionnées sur des critères de croissance entre 2010 et 2013) ont également une croissance plus forte dès 2004 (+ 2,5 points sur le taux de croissance moyen dans le secteur de l'industrie avant 2011, +3,2 points sur le secteur du commerce, cf. figures 1 et 2, et services en annexe 6).

- **Taux de marge :**

**Figure 5 : Taux de marge dans le secteur de la construction**



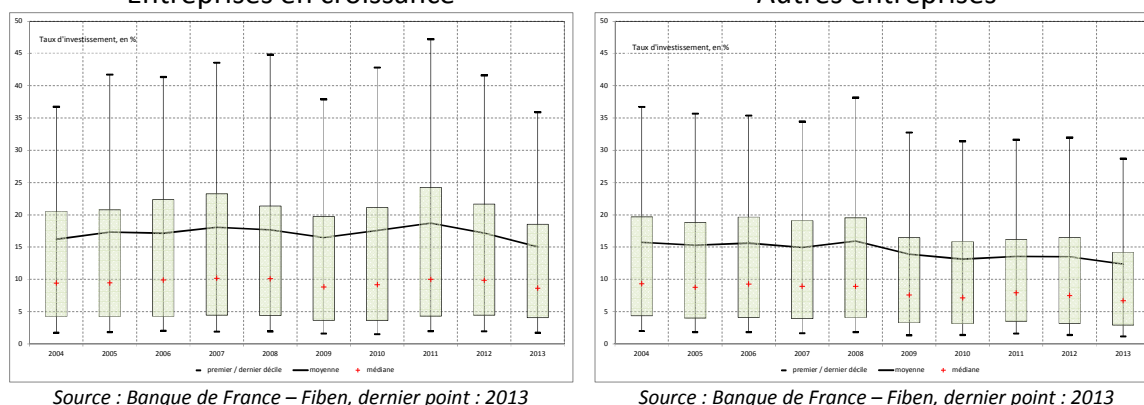
Le fort dynamisme de la valeur ajoutée des entreprises en croissance sur la période 2010-2013 est d'abord à relier à un taux de marge plus élevé (cf. figure 5 pour le secteur de la construction). Dans tous les secteurs, le taux de marge des entreprises en croissance est plus élevé que celui des autres entreprises sur cette période. Les entreprises en croissance échappent ainsi à la nette dégradation des marges que subissent les « autres entreprises », et qui traduit notamment une évolution des charges du personnel (et notamment des salaires) plus rapide que la productivité<sup>7</sup>. C'est particulièrement le cas dans le secteur de l'industrie, mais aussi dans celui de la construction (cf. figure 5 et annexe 6) où la baisse cumulée du taux de marge des autres entreprises atteint près de 5 points. Sur la période précédente, (2004-2011), le taux de marge des entreprises en croissance est également plus élevé que celui des autres entreprises (écart d'environ un point dans l'industrie et les services, et de plus de 2 points dans le commerce et la construction).

- **Taux d'investissement :**

**La meilleure tenue des marges pour les entreprises en croissance leur permet d'investir de manière plus importante que les autres entreprises.** Dès 2010, le taux d'investissement apparaît donc supérieur pour les entreprises en croissance avec non seulement des médianes légèrement supérieures mais également une plus grande dispersion dans le haut de la distribution (cf. figure 6 pour l'industrie) : une partie des entreprises en croissance investit très fortement. En 2012 et surtout en 2013, l'investissement des entreprises en croissance semble toutefois ralentir.

<sup>7</sup> Source : Rapport de l'observatoire des entreprises sur la situation économique et financière des PME (janvier 2014)

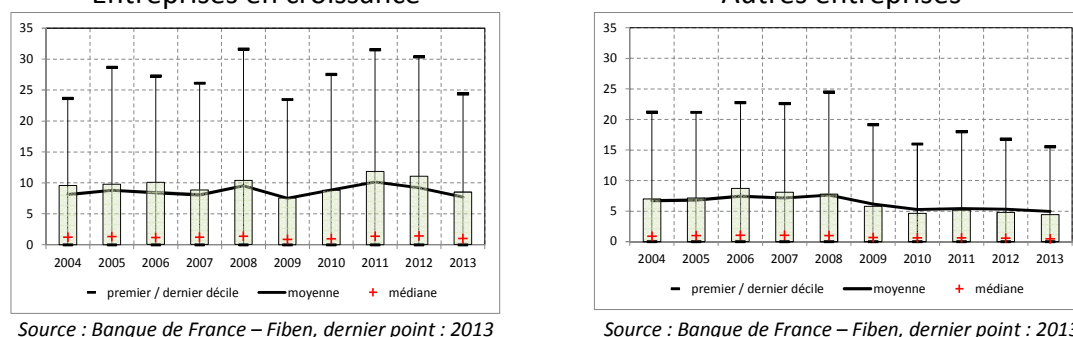
**Figure 6 : Taux d'investissement dans le secteur de l'industrie**  
**Entreprises en croissance**                      **Autres entreprises**



○ **Un effort d'innovation plus important pour certaines firmes en croissance**

Ce surcroît d'investissement des entreprises en croissance est globalement aussi marqué en investissement corporel qu'en investissement incorporel<sup>8</sup> (cf. figure 7 pour le secteur des « services » et annexe 6 pour les services). On constate en revanche qu'une partie des entreprises en croissance a un investissement incorporel très fort<sup>9</sup>. Cela confirme que pour une partie d'entre elles, la croissance repose sur l'innovation.

**Figure 7 : Taux d'investissement incorporel dans le secteur des « services », (en %)**  
**Entreprises en croissance**                      **Autres entreprises**



De récentes études soulignent par ailleurs que les firmes les plus engagées dans l'innovation sont également celles qui bénéficient des plus fortes trajectoires de croissance<sup>10</sup>. L'innovation produit et de procédé, de même que l'innovation technologique, y compris lorsqu'elle n'est pas aboutie, favorise donc la croissance de la firme.

<sup>8</sup> Les immobilisations incorporelles correspondent aux éléments n'ayant pas de corps certains et comprennent notamment les frais d'établissement, de recherche et de développement. Par opposition, les immobilisations corporelles renvoient aux éléments ayant un corps certain et comprennent les terrains, construction, installations techniques, matériel et outillage industriel, matériel de transport...

<sup>9</sup> Les entreprises en croissance investissent en moyenne 1,5 point de plus que les autres dans des actifs incorporels. Mais cette différence est très marquée sur le dernier décile : l'écart de près de 4 points sur la période 2004-2013 en faveur des entreprises en croissance.

<sup>10</sup> N.Levratto, L.Tessier, M.Zouikri (2011) « L'innovation fait-elle partie des déterminants de la croissance des entreprises, une analyse sur données françaises entre 1997 et 2007 ? », publié dans PME, dynamiques entrepreneuriales et innovation, Paris, Economica.

De ce point de vue, la durabilité de la croissance de l'entreprise est donc dans certains cas liée à la capacité de l'entreprise d'enclencher rapidement une spirale d'innovation ascendante.

L'analyse du dispositif SINE de l'INSEE<sup>11</sup>, qui assure le suivi d'une cohorte d'entreprises nouvellement créées sur cinq ans, permet ainsi d'affirmer que **parmi les entreprises pérennes à trois ans, celles ayant innové durant leurs deux premières années d'existence auront par la suite une probabilité accrue d'augmenter fortement leur activité**. Selon cette enquête, les créateurs innovants entre 2007 et 2009 sont notamment plus nombreux à avoir investi durant cette période<sup>12</sup>. Un créateur d'entreprise aura donc d'autant plus de chances de développer son activité qu'il aura initié rapidement sa démarche innovante en l'associant à des investissements élevés.

L'enjeu de l'innovation apparaît donc central pour le développement des entreprises et plus largement pour la qualité de l'investissement. Le précédent rapport de l'Observatoire, consacré à l'étude de la situation économique et financière des PME, avait signalé une marge de progression très importante sur ce point, en mettant en lumière l'existence d'un investissement plus passif qu'offensif<sup>13</sup> (renouvellement des capacités de production, peu d'innovation) et insuffisamment productif.

#### - **Comportement d'exportation :**

Les entreprises en croissance sont également plus ouvertes à l'international<sup>14</sup>. Des travaux approfondis menés par l'INSEE à partir de données des Douanes pour les secteurs de l'industrie et du commerce et détaillés dans l'encadré 2 suggèrent en effet que :

- Les entreprises en croissance sont globalement plus nombreuses à exporter et les entreprises en croissance exportatrices exportent davantage que les autres entreprises exportatrices ;
- Chaque année, la part des entreprises qui se met à exporter est plus importante chez les entreprises en croissance. Durant les années qui suivent leur entrée à l'international, les entreprises en croissance augmentent plus vite le nombre de produits exportés et affichent une croissance du chiffre d'affaires à l'exportation nettement plus importante que les autres entreprises nouvellement exportatrices.

---

<sup>11</sup> Le dispositif SINE (Système d'information sur les nouvelles entreprises) permet d'analyser le profil du créateur et les conditions de démarrage des nouvelles entreprises, les conditions de développement, les problèmes rencontrés par les jeunes entreprises lors des cinq premières années de leur existence et les effets sur l'emploi des créations d'entreprises. Le champ du dispositif SINE correspond au secteur marchand non agricole (secteurs de l'industrie, de la construction, du commerce et des services, y compris le secteur financier).

<sup>12</sup> Près de 80 % contre 60 % des créateurs n'ayant jamais innové ou uniquement en 2006. Leurs investissements sont en moyenne plus élevés (plus de 30 % d'entre eux ont investi plus de 15 000 € contre 18 % des créateurs n'ayant jamais innové ou uniquement en 2006).

<sup>13</sup> Sources : Rapport de l'observatoire des entreprises sur la situation économique et financière des PME (janvier 2014) et France stratégie « Y a-t-il un retard d'investissement en France et en Europe depuis 2007 ? » (septembre 2014)

<sup>14</sup> Le taux d'export agrégé (chiffre d'affaires à l'export agrégé au niveau du secteur sur chiffre d'affaires total agrégé au niveau du secteur) calculé pour les différents secteurs considérés dans le rapport permet de constater que l'industrie (21,4 %) et le commerce (7,3 %) exportent davantage que les services (3,0 %) et la construction (1,2 %).

## Encadré 2 : performances à l'exportation des entreprises en croissance

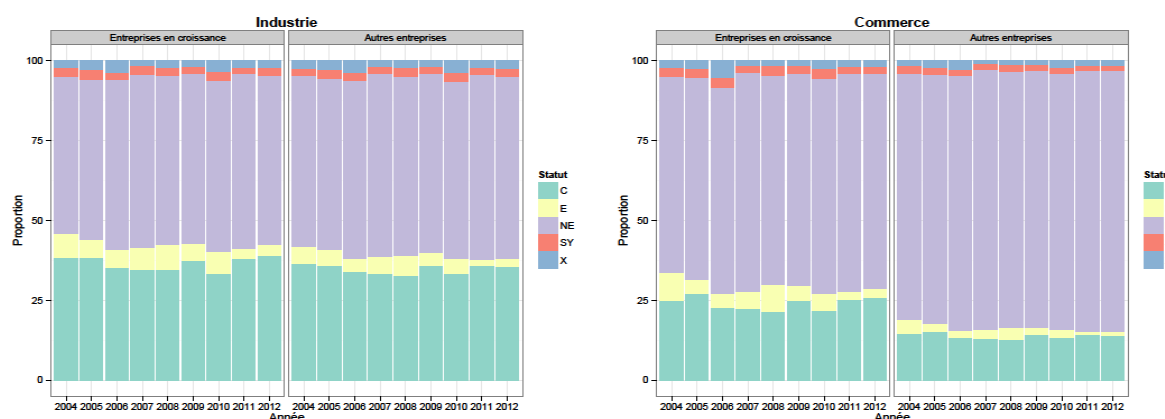
Le comportement à l'exportation des « entreprises en croissance » peut être analysé au moyen de la nomenclature développée par Albornoz, Calvo, Corcos, et Ornelas (2013).

Pour chaque année  $t$  une entreprise est dite non-exportatrice (NE) si elle n'exporte pas. Si elle exporte à  $t$ , l'entreprise est dite :

- **stable (C, pour *continuer*)** si elle exporte en  $t-1$  et  $t+1$
- **entrante (E)** si elle n'exportait pas en  $t-1$  et exporte en  $t+1$
- **sortante (X, pour *exiter*)** si elle exportait en  $t-1$  et n'exporte pas en  $t+1$
- **intermittente (SY, pour *single-year*)** si elle n'exporte ni en  $t-1$  ni en  $t+1$

Dans le secteur de l'industrie comme dans celui du commerce, les entreprises en croissance sont plus souvent exportatrices ou entrantes que les autres entreprises. Cet écart s'avère plus prononcé dans le secteur du commerce. Par ailleurs, il apparaît notable que la proportion d'entrants se réduit sur la fin de l'échantillon, ce qui peut être un signe d'une certaine maturité des entreprises observées<sup>15</sup>. **Mais globalement, la plus grande proportion d'entreprises entrantes semble traduire un plus fort dynamisme à l'exportation des entreprises en croissance.**

Figure a - Comportement à l'exportation dans l'industrie et le commerce



Source : données fiscales BIC-RSI et BIC-RN 2003-2013, fichiers LIFI 2003-2013, données DGDDI 2003-2013.

Champ : hors entreprises individuelles, ayant un CA < 750 k€, une valeur ajoutée nulle ou un capital social négatif. PME et ETI uniquement.

NE : non exportateur. C : continuer. E : entrant. X : exiter. SY : single-year.

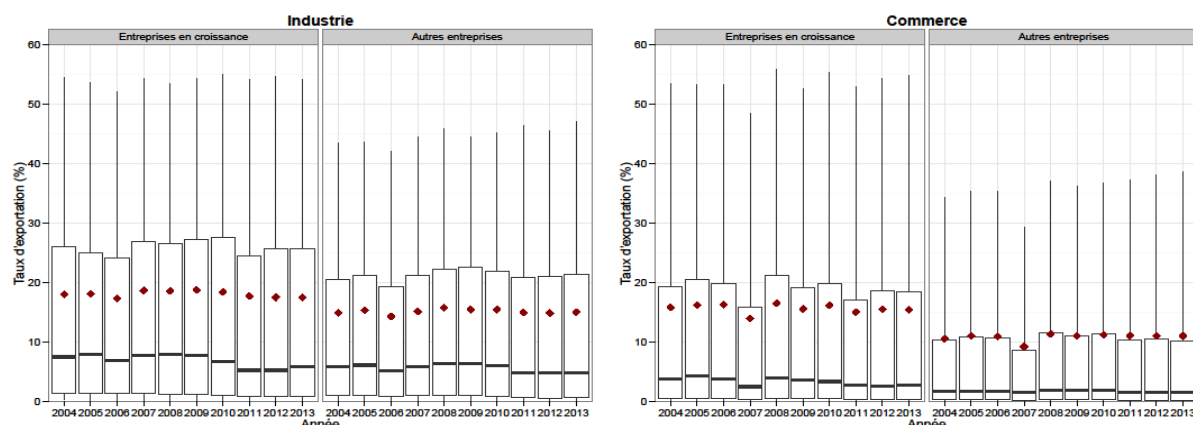
### Clé de lecture:

En 2004, 49% des entreprises en croissance du secteur de l'industrie ne sont pas exportatrices (NE). 38% sont exportatrices à la fois en 2003, 2004 et 2005 (*continuer*, C). 8% n'exportent pas en 2003 mais deviennent exportatrices en 2004 et le restent en 2005 (*entrantes*, E). 3% n'exportent pas en 2003, exportent en 2004 et redeviennent non-exportatrices en 2005 (*single-year*, SY). 2% exportent en 2003 et 2004 mais n'exportent plus en 2005 (*exiter*, X).

**Parmi les entreprises exportatrices**, les données issues des douanes (figure b) permettent de mettre en évidence **des taux d'exportation plus élevés pour les entreprises en croissance**, aussi bien dans le secteur de l'industrie que dans le secteur du commerce, l'écart apparaissant stable au cours du temps. Ceci suggère une plus grande exposition à l'international pour les entreprises en croissance.

<sup>15</sup> Par construction de l'échantillon, il n'y a plus de sorties ni de créations d'entreprises après 2010 et ainsi une plus grande partie des entreprises est déjà rentrée sur le marché de l'exportation dans les dernières années de l'étude.

Figure b - Distribution par année du taux d'exportation (%)



Source : données fiscales BIC-RSI et BIC-RN 2003-2013, fichiers LIFI 2003-2013, données DGDDI 2003-2013.

Champ : hors entreprises individuelles, ayant un CA < 750 k€, une valeur ajoutée nulle ou un capital social négatif. PME et ETI uniquement. Exportatrices uniquement.

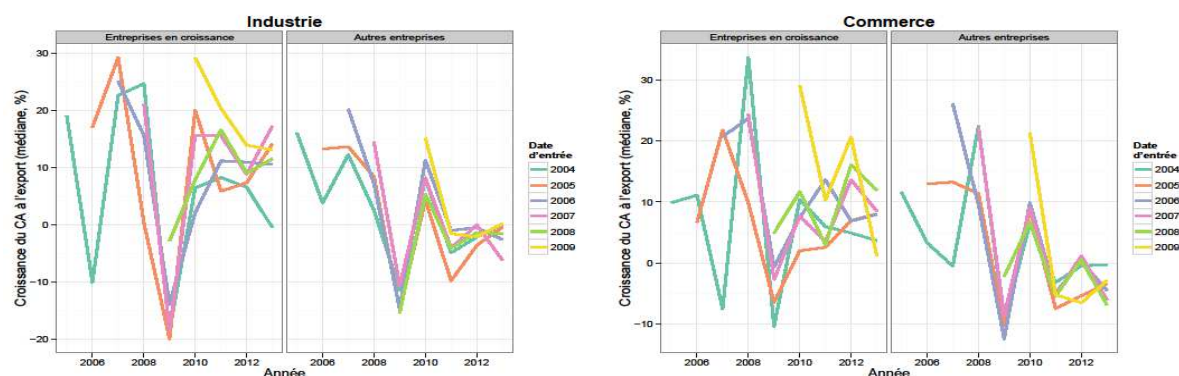
Note : Les quantiles à 10, 25, 50, 75 et 90 % sont représentés. La moyenne (en rouge) est calculée hors valeurs extrêmes.

Les trajectoires de croissance à l'international des entreprises entrantes sur le marché de l'exportation sont également étudiées.

Chaque entreprise entrante est repérée par son année d'entrée sur le marché de l'exportation. Pour une année d'entrée donnée, l'évolution au fil du temps du chiffre d'affaires à l'exportation est dans un premier temps analysée (figure c).

Les **entreprises en croissance connaissent des taux de croissance du chiffre d'affaires à l'exportation<sup>16</sup> plus importants durant les années qui suivent l'entrée à l'international**. La baisse du chiffre d'affaires à l'exportation consécutive à la crise puis le rattrapage qui a suivi ont également été plus marqués chez les entreprises en croissance.

Figure c - Croissance du CA à l'exportation par année d'entrée (médiane, %)



Enfin, le nombre moyen de pays et de produits vendus à l'international par les différents types d'entreprises a pu être déterminé (cf. figures d et e). Dans le secteur de l'industrie, les entreprises en croissance ont connu un taux de croissance du nombre de pays supérieur de

<sup>16</sup> La médiane est utilisée dans le graphique 9 pour tenir compte des valeurs extrêmes prises par le taux de croissance du chiffre d'affaires à l'export (le filtre utilisé dans les graphiques précédents étant trop complexe à mettre en œuvre). Les taux de croissance du nombre de produits et du nombre de pays comportant moins de valeurs extrêmes, les graphiques 10 et 11 font apparaître des moyennes.



près de 5% à celui des autres entreprises sur 2004-2013 et un taux de croissance du nombre de produits plus élevé de 9% sur 2005-2013. Un constat similaire prévaut pour le secteur du commerce. **Ceci suggère que dans les années qui suivent leur entrée à l'international, les entreprises en croissance augmentent plus rapidement le nombre de produits exportés et le nombre de pays atteints vers lesquelles elles exportent.**

Des analyses complémentaires indiquent que quelques années après l'entrée à l'international en revanche, les différences de nombre de produits exportés et d'extension géographique des marchés sont peu marquées entre les entreprises en croissance et les autres entreprises : ceci suggère que si les entreprises en croissance connaissent une expansion du nombre de produits et de pays d'exportation plus rapide, mais *in fine*, pas plus importante.

Figure d - Croissance du nombre de pays par année d'entrée (moyenne, %)

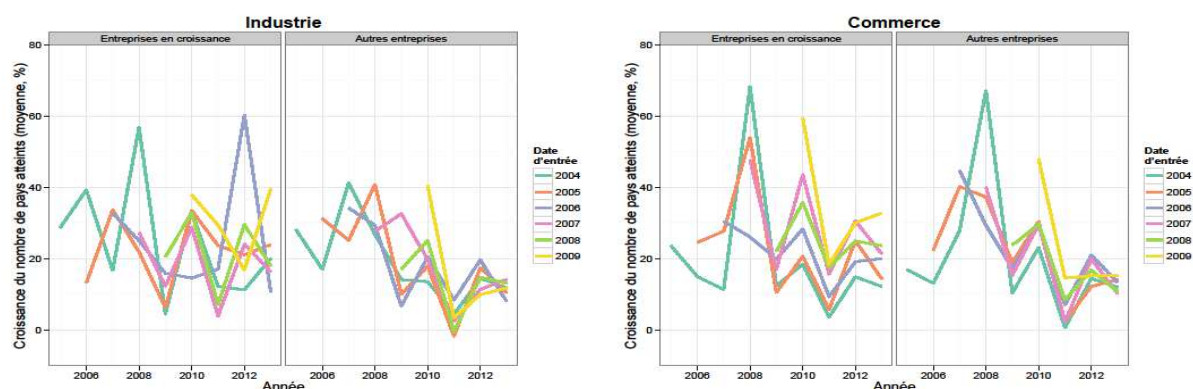
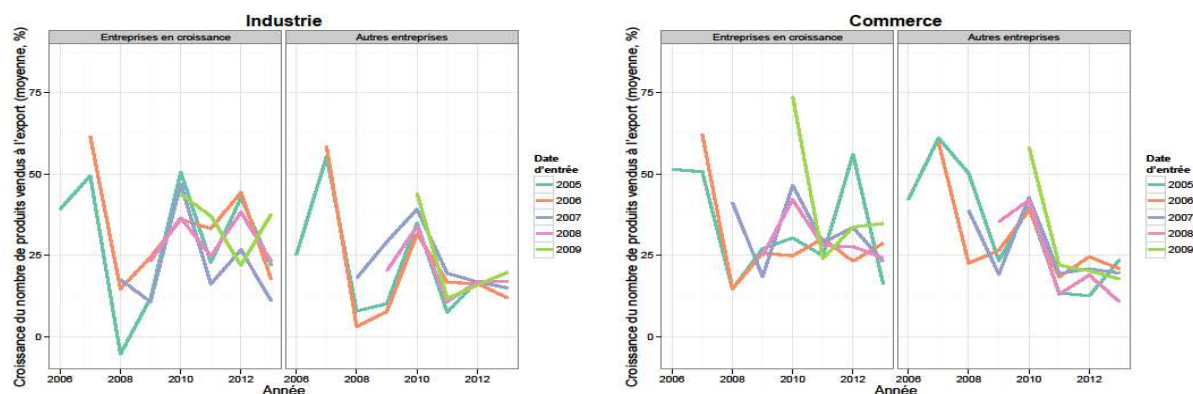


Figure e - Croissance du nombre de produits par année d'entrée (moyenne, %)



Source : données fiscales BIC-RSI et BIC-RN 2003-2013, fichiers LIFI 2003-2013, données DGDDI 2003-2013.

Champ : hors entreprises individuelles, ayant un CA < 750 k€, une valeur ajoutée nulle ou un capital social négatif. PME et ETI et exportatrices uniquement.

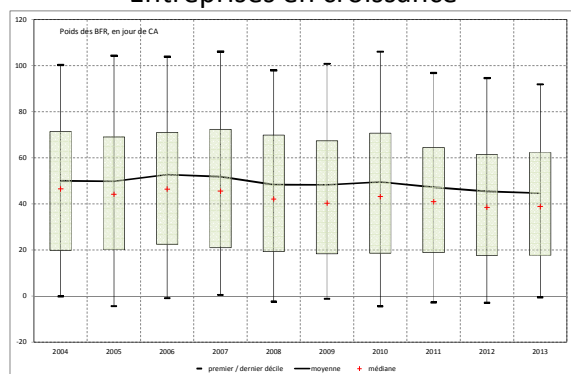
## **2. L'endettement à court terme semble jouer un rôle qui dépend de la taille des entreprises en croissance**

- i) Avant la période de croissance, le poids de leur besoin de fonds de roulement est légèrement supérieur pour les PME-ETI en croissance

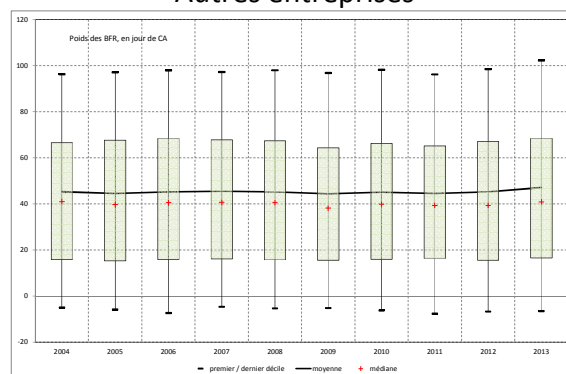
Pour les entreprises en croissance, l'endettement de court terme est une question essentielle. Les entreprises en croissance ont en effet en théorie des besoins de fonds de roulement (BFR) plus élevés : le développement de l'entreprise en croissance se traduit par une augmentation permanente des ventes. D'une part, les produits et services vendus doivent être produits avant d'être livrés, ce qui nécessite des consommations intermédiaires et de stocks qu'il faut financer, d'autre part ces ventes ne sont pas réglées instantanément. Dans cette optique, les entreprises en croissance sont susceptibles de s'appuyer sur les crédits à court terme pour financer leur activité, dans des proportions d'autant plus importantes que leur actif et leur activité deviennent significatifs<sup>17</sup>.

L'examen du BFR des entreprises en croissance confirme ce raisonnement (cf. figure 8) : le BFR des entreprises en croissance est plus élevé que celui des autres entreprises.

**Figure 8 : Poids du besoin de fonds de roulement dans le secteur de l'industrie**  
Entreprises en croissance      Autres entreprises



Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013



Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

C'est notamment le cas avant 2011. Dans le secteur de l'industrie, l'écart est d'en moyenne 5 jours de chiffre d'affaires. L'écart est également particulièrement marqué sur l'année 2010, qui est celle d'un rebond marqué pour de nombreuses entreprises en croissance. Sur la fin de la période, ce poids du BFR tend toutefois à reculer pour les entreprises en croissance.

- ii) L'endettement à court terme semble être un facteur de croissance des petites entreprises en croissance

Les entreprises en croissance peuvent financer leur BFR plus élevé soit par de l'autofinancement (fondé sur la capitalisation des bénéfices, permettant à l'entreprise de

<sup>17</sup> Allen N. Berger and Gregory F. Udell (1998), « The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle », Journal of Banking and Finance

limiter le recours aux capitaux externes), soit par un plus grand recours à la dette à court terme. Certains produits de financement courants peuvent ainsi être mobilisés pour financer le BFR (découvert, lignes de crédit confirmées) tandis que d'autres ont même précisément vocation à financer le BFR ou certaines de ces composantes (affacturage, mobilisation Dailly, escompte, crédit de campagne, ou plus rarement, financements garantis sur stocks).

Dans cet arbitrage entre endettement à court terme et autofinancement, la littérature financière montre que différents facteurs s'opposent (cf. annexe 7). En particulier, l'asymétrie d'information qui existe entre les PME et les banques (les banques ayant moins d'information sur les PME que leurs dirigeants) peut conduire les PME à favoriser l'autofinancement par rapport au financement court terme auprès d'une banque.

Les résultats empiriques (cf. annexe 6) montrent que l'endettement court terme des entreprises en croissance est plus élevé que celui des autres entreprises. Au moins une partie du surcroît de besoin de fonds de roulement se trouve financé par des concours bancaires accrus.

Inversement, des estimations économétriques<sup>18</sup> réalisées par N. Levratto montrent que, toutes choses égales par ailleurs<sup>19</sup>, l'endettement à court terme est un facteur de croissance des petites entreprises en croissance (cet effet s'observe pour les entreprises en croissance de moins de 10 salariés ainsi que pour les entreprises en croissance de 20 à 49 salariés) : pour ces entreprises, le financement de leur besoin en fonds de roulement par la dette court terme semble favoriser leur croissance.

Le choix de la dette à court terme constitue donc un aspect essentiel du financement des entreprises en croissance : elles en ont plus besoin (du fait d'un BFR plus élevé), elles l'utilisent empiriquement davantage, et cette utilisation de l'endettement à court terme semble en retour contribuer à leur croissance.

### **3. L'endettement de long terme semble avoir globalement un effet positif sur la croissance des entreprises**

La même étude économétrique montre empiriquement que l'endettement de long terme a également un effet positif sur la croissance des entreprises : le financement des besoins à plus long terme par de la dette facilite la croissance.

La dette de long terme est en effet susceptible de venir financer des investissements productifs qui vont permettre à l'entreprise de gagner en compétitivité et d'accroître ses parts de marché. Un autre argument donné par Ross (cf. annexe 7) est qu'un endettement élevé envoie un signal positif sur l'entreprise, qui peut ensuite l'aider dans sa stratégie de

---

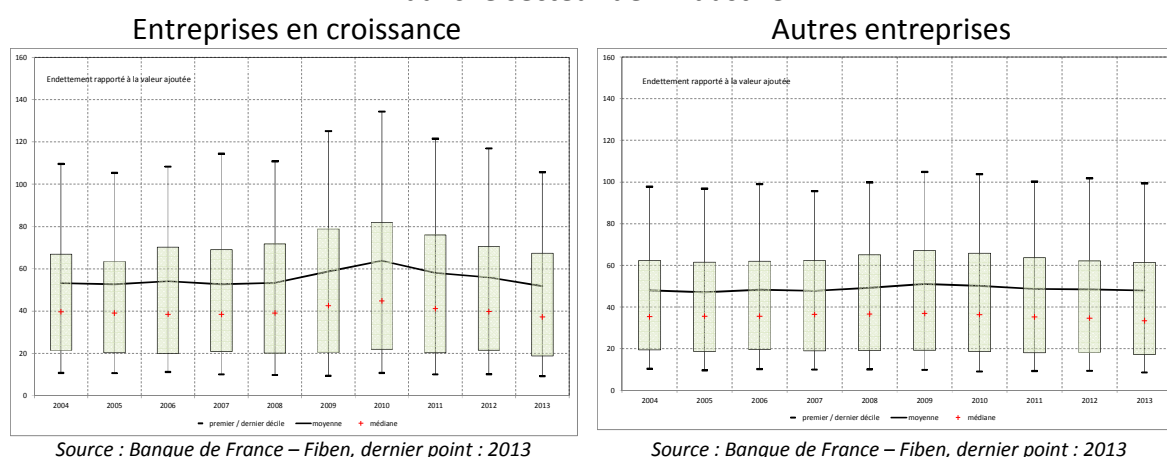
<sup>18</sup> Résultats d'une étude économétrique, menée sur la période 2004-2011, portant sur les déterminants de la croissance de l'emploi des PME sur un panel de 160 000 entreprises. La modélisation de la croissance s'effectue à partir de 3 familles de variables : les variables structurelles (taille, âge, secteur), Stratégiques (financement et exonérations de cotisations sociales) et Environnementales (caractéristiques de la zone d'emploi d'implantation)

<sup>19</sup> L'estimation contrôle des autres caractéristiques de l'entreprise (taille, âge, rentabilité financière et part des capitaux propres dans le bilan notamment).

croissance (vis-à-vis de ses clients, de ses fournisseurs et des autres financeurs par exemple). Cette étude économétrique montre cependant que l'effet est surtout valable pour les entreprises qui croissent peu, et que pour les entreprises en forte croissance, la dette de long terme contribue moins au développement de l'activité de l'entreprise.

Notre méthodologie corrobore l'étude économétrique, en ce qu'on constate que **les entreprises qui croissent ont levé de la dette soit pendant leur période de forte croissance, soit juste avant** (cf. figure 9 pour l'industrie).

**Figure 9 : Taux d'endettement (endettement / valeur ajoutée)  
dans le secteur de l'industrie**

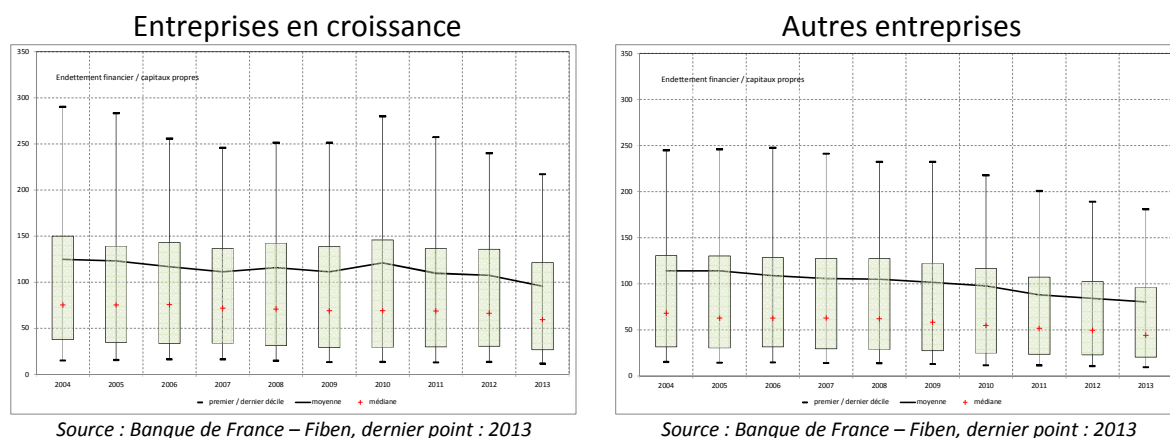


Rapportant le niveau d'endettement à la valeur ajoutée, le taux d'endettement des entreprises en croissance suit en effet une phase ascendante jusqu'en 2010 (hausse totale de 11 points en moyenne pour les entreprises en croissance entre 2004 et 2010), où l'écart de taux d'endettement avec les autres entreprises atteint 14 points. A partir du début de la phase de la plus forte croissance, ce mouvement s'interrompt naturellement, la forte croissance conduisant mécaniquement à une baisse du taux d'endettement.

Le levier d'endettement financier (endettement rapporté aux capitaux propres) des entreprises en croissance est également plus élevé que celui des autres entreprises, même si globalement, l'ensemble du tissu économique a été marqué par un mouvement de renforcement des fonds propres depuis une quinzaine d'années<sup>20</sup> (cf. figure 10 pour l'industrie). Les entreprises en croissance ont donc des bilans plus déséquilibrés en faveur de la dette que les autres entreprises.

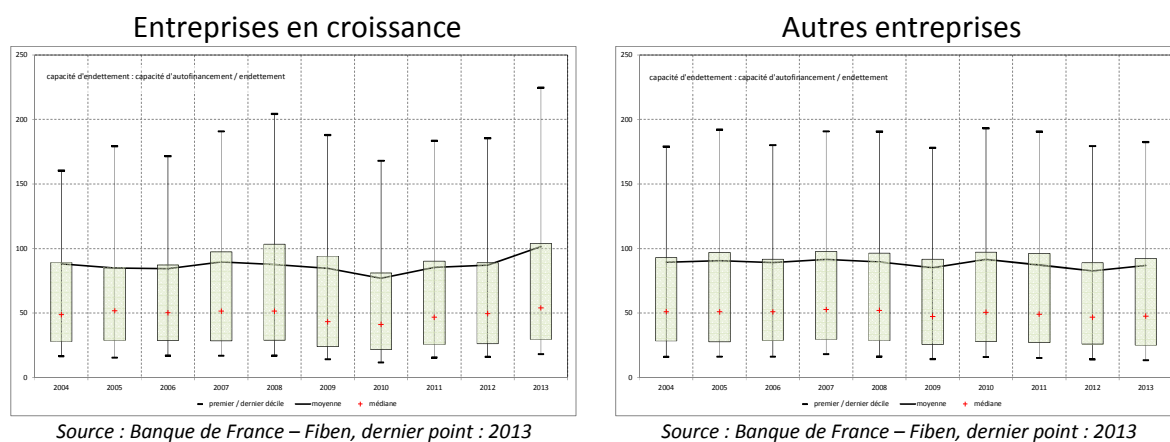
<sup>20</sup> Source : Rapport de l'observatoire des entreprises sur la situation économique et financière des PME (janvier 2014).

**Figure 10 : Taux d'endettement (rapporté aux capitaux propres)  
dans le secteur de l'industrie**



Le plus fort endettement des entreprises en croissance s'explique en partie par leurs taux de marges plus élevés (cf. supra), qui leur permettent de faire face à des frais financiers et à des échéances de remboursements de dette plus importants et donc de lever davantage de dette. Mais le fait que leur capacité d'endettement (qui rapporte la capacité d'autofinancement à l'endettement) soit plus faible que celles des autres entreprises juste avant leur période de plus forte croissance (soit en 2010-2011, cf. figure 11 pour l'industrie) montre que ce n'est pas la seule explication : non seulement les entreprises en croissance bénéficient de davantage de capacité à s'endetter, mais en plus, elles utilisent davantage cette capacité au début de leur période de croissance.

**Figure 11 : Capacité d'endettement (rapporté à la valeur ajoutée)  
dans le secteur de l'industrie**



#### **4. Le renforcement des fonds propres est essentiel pour une trajectoire de croissance soutenue**

- i) Les entreprises en forte croissance ont fait plus souvent des augmentations de capital avant et pendant leur période de croissance

Puisque les entreprises en croissance s'endettent davantage, il est nécessaire, pour assurer l'équilibre de leur structure financière, qu'elles fassent également croître à un rythme

soutenu leurs fonds propres. Un endettement trop important au regard des capitaux propres rendrait en effet plus risquée la position d'un prêteur potentiel et accroîtrait la probabilité d'un refus de crédit.

Pour cela, les actionnaires peuvent mettre en réserve des résultats et/ou réaliser eux-mêmes des apports en fonds propres. Mais ces solutions ne sont pas nécessairement suffisantes, et le capital des entreprises en croissance doit souvent être ouvert.

Notre méthodologie montre que, de fait, les entreprises en croissance ont une propension plus importante à l'ouverture de capital, aussi bien avant leur phase de croissance (2004-2009) qu'après (2012-2013), (cf. figure 33 à 36 en annexe 6). Chaque année, elles sont plus nombreuses à ouvrir leur capital, et quand elles le font, les levées de fonds sont plus importantes.

ii) Pour les entreprises de moins de 20 salariés, une part de capitaux propres plus élevée dans le bilan est un facteur de croissance.

L'étude économétrique de N. Levratto montre qu'une part élevée de capitaux propres dans le bilan est un facteur de croissance pour les entreprises de moins de 20 salariés : pour les petites entreprises, des fonds propres solides sont essentiels. L'étude montre en revanche que c'est au contraire un facteur de décroissance pour les entreprises plus grandes, comme si à partir de 20 salariés, le financement par la dette devenait plus important que le financement par fonds propres.

Ce résultat sur les entreprises en croissance est similaire à ceux de la littérature sur les entreprises innovantes : l'enquête communautaire sur l'innovation de 2010 montre que pour les entreprises innovantes de moins de 20 salariés, le manque de financements internes est le frein le plus important à l'innovation, tandis que l'enquête SINE de l'INSEE permet de constater que les firmes ayant innové sont plus souvent financées par autofinancement que les autres.

\*\*\*

Les entreprises en croissance identifiées présentent des performances économiques supérieures à celles des entreprises classiques. Cette meilleure performance, qui se traduit par des exportations plus importantes et plus diversifiées, repose notamment sur un taux d'investissement plus élevé. Celui-ci est rendu possible à la fois par un taux de marge supérieur, mais également par un endettement plus important, la capacité d'endettement de ces entreprises étant plus importante et davantage utilisée. Pour que la structure financière de ces entreprises reste équilibrée, ce fort endettement doit être accompagné d'ouvertures de capital plus fréquentes et plus importantes.

Les entreprises en croissance ont donc bien des problématiques de financement qui leur sont propres. La seconde partie du rapport examine les enjeux qui y sont associés.

## II. Les enjeux spécifiques du financement des PME et ETI en croissance

### 1. Des freins culturels à l'ouverture de capital, en particulier dans le cas des entreprises familiales, qui peuvent être surmontés

Dans la mesure où elles s'endettent plus, les PME et ETI en croissance ont davantage besoin de renforcer leurs fonds propres, et la première partie de ce rapport a montré qu'effectivement, elles menaient des opérations d'ouverture de capital plus fréquentes et de plus grande ampleur. Ouvrir son capital pose néanmoins certaines contraintes, et notamment le fait de partager le pouvoir. Cette étape peut poser difficulté à certains actionnaires, qui préféreraient rester seuls à bord, en particulier dans les entreprises familiales dont le poids économique est en fait considérable en France<sup>21</sup> (cf. encadré 3). Pour analyser ces freins, ce rapport s'appuie sur une étude récemment réalisée par KPMG, intitulée « *Financement des entreprises familiales de taille intermédiaire, les investisseurs privés, clé de leur croissance* » (2014)<sup>22</sup>.

#### i) Des entreprises familiales plus réticentes à ouvrir leur capital car souhaitant en garder le contrôle

Différents freins à l'ouverture de capital des entreprises familiales sont recensés par la littérature financière : objectifs non-alignés avec ceux de l'investisseur, souhait de voir le capital, l'expertise technique et les informations relatives à l'entreprise rester entièrement dans la famille, souhait de garder une liberté entière dans la direction de l'entreprise, forte complexité et exigence des pactes d'actionnaires proposés et des méthodes d'expertise des fonds, et lourdeur du *reporting* demandé par les investisseurs, notamment.

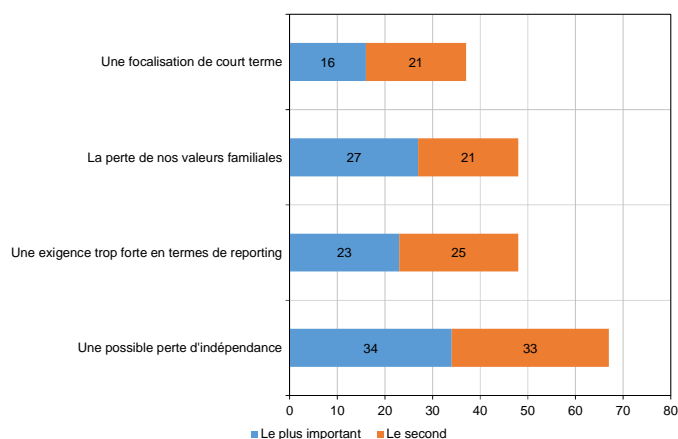
Selon KPMG, le maintien du contrôle de l'entreprise par la famille fait partie des principaux objectifs : pour 66 % des répondants, l'ouverture de capital serait synonyme de perte d'indépendance (cf. figure 12).

---

<sup>21</sup> Selon une étude de FBN International (2008), les entreprises familiales correspondent à 83 % de l'ensemble des entreprises et 49 % de l'emploi total en France. Ces parts respectives s'élèvent à 70 % et 45 % de l'emploi au sein des entreprises cotées selon Sraer et Thesmar (2007), qui en retiennent toutefois une définition plus large.

<sup>22</sup> Cette étude repose sur des sondages incluant une combinaison de questions quantitatives et qualitatives auprès de 125 entreprises familiales d'une part et de 125 investisseurs privés d'autre part. Les personnes interrogées ont été sélectionnées dans 29 pays qui représentent 82,4 % du PIB mondial.

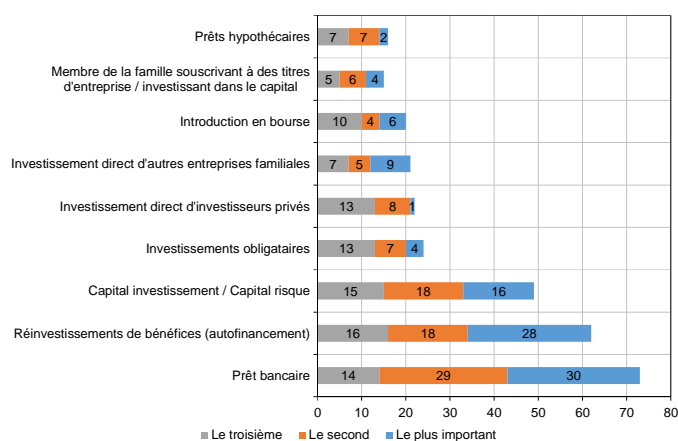
**Figure 12 : Principaux freins à l'ouverture de capital pour les entreprises familiales (en %)**



Source : KPMG

Pour la majorité des dirigeants d'entreprises familiales qui souhaite maintenir le contrôle capitalistique de l'entreprise par le noyau familial, les options de financement se trouvent alors limitées. Ces entreprises conservent ainsi un mode de financement traditionnel, avec principalement du financement bancaire (30 % des entreprises interrogées selon KPMG) ou de l'autofinancement (28 % des répondants) (cf. figure 13).

**Figure 13 :  
Quelles sources de financement pour les entreprises familiales ? (en %)**



Source : KPMG

Ce maintien d'un actionnariat familial, en liant le patrimoine de la famille aux performances de l'entreprise, présente à la fois des atouts et des inconvénients :

- ses bénéfices résideraient principalement sur un horizon de temps très long, la famille accordant davantage d'importance à la valorisation de son patrimoine à long terme qu'aux performances de l'entreprise à court terme (cf. encadré 3).

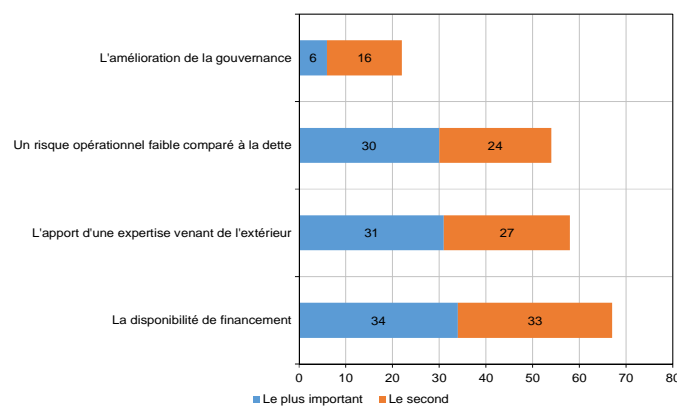


- inversement, la volonté de la famille de sécuriser son patrimoine peut toutefois conduire à une stratégie trop prudente de l'entreprise, ainsi qu'à la réticence de procéder à des restructurations pourtant nécessaires de son activité. L'actionnariat familial pourrait notamment éviter des opérations de fusions/acquisitions pertinentes d'un point de vue économique et brider la croissance de l'entreprise.

## ii) S'ouvrir à la présence de membres indépendants dans les conseils d'administration

Tout en souhaitant contrôler le capital, les entreprises familiales sont cependant de plus en plus ouvertes à une ouverture partielle de celui-ci, pour accueillir des membres indépendants dans les conseils d'administration. La plupart des entreprises familiales reconnaissent le besoin d'une expertise venant de l'extérieur (cf. figure 14). Selon KPMG, plus d'une entreprise familiale sur deux envisage ainsi d'ouvrir son capital à long terme.

**Figure 14 : Facteurs moteurs à l'ouverture de capital pour les entreprises familiales (en %)**



Source : KPMG

## iii) Des investisseurs privés qui correspondent particulièrement bien aux attentes des entreprises familiales

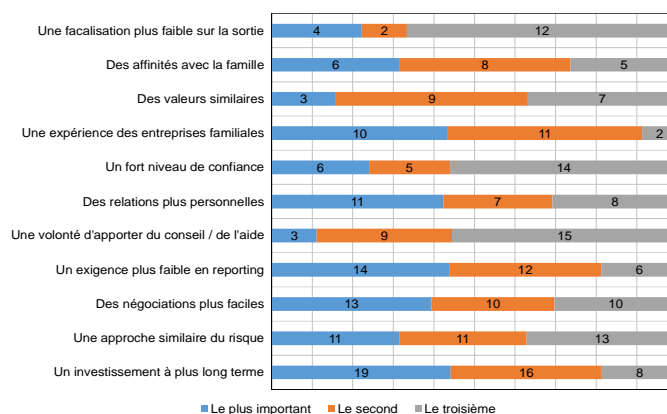
Pour répondre à cet objectif prioritaire de conservation de la majorité des parts de l'entreprise, les investisseurs privés<sup>23</sup> peuvent constituer une belle opportunité pour les entreprises familiales. Leurs profils correspondent en effet assez bien aux attentes des entreprises familiales (cf. figure 15).

Ces investisseurs raisonnent, comme les entreprises familiales, sur le long terme, et souhaitent très souvent investir dans des entreprises familiales. Au-delà d'un financement, ces investisseurs sont capables d'apporter une expertise et une expérience, tout en étant plus enclins que d'autres types d'investisseurs à ce que leurs participations soient minoritaires. De nombreux investisseurs privés comprennent par ailleurs la réticence des entreprises familiales en matière de divulgations d'informations et peuvent ainsi se montrer

<sup>23</sup> 14 millions d'individus peuvent être considérés comme des investisseurs privés, avec une fortune disponible mondiale estimée à 53 trillions de dollars (Source KPMG).

moins exigeants en termes de *reporting*. Le facteur principal qui pourrait les dissuader d'investir dans une entreprise familiale demeure le risque de conflits entre les membres de la famille.

**Figure 15 : Quels facteurs pourraient vous encourager à chercher des sources de financement auprès des investisseurs? (en %)**



Source : KPMG

Pour favoriser les rapprochements entre entreprises familiales et investisseurs privés, il est recommandé aux investisseurs privés de rechercher des entreprises familiales jeunes, et d'être flexible sur l'entrée au capital. Dans un cas récent rapporté à l'Observatoire lors d'une audition, l'investisseur privé a d'abord repris une filiale à l'étranger, en laissant à la famille une option de la racheter quelques années après, pour la rassurer.

Inversement, pour être plus attractives aux yeux des investisseurs privés, il est notamment conseillé aux entreprises familiales d'élargir leurs réseaux, de mettre en place une bonne gouvernance, et d'offrir aux investisseurs privés un siège au sein de leur conseil.

### **Encadré 3 : Les entreprises familiales : poids économique, définitions, statistiques disponibles et revue de littérature**

#### *Un poids économique considérable*

En générant 70 % du PIB mondial<sup>24</sup>, les entreprises familiales constituent une part importante de l'économie mondiale, et représenteraient selon certaines sources deux tiers des entreprises mondiales<sup>25</sup>. Malgré la diversité des définitions existantes (cf. infra), les estimations disponibles convergent vers le constat que les entreprises familiales représentent une part importante des entreprises, mais une part plus réduite de l'emploi.

Selon une étude de FBN International (2008), les entreprises familiales correspondent à 83 % de l'ensemble des entreprises et 49 % de l'emploi total en France<sup>26</sup>. Ces parts

<sup>24</sup> Source KPMG (2014) : Entreprises familiales de taille intermédiaire et investisseurs privés : des opportunités réciproques

<sup>25</sup> Source : Gersick K.E., Davis J.A., McCollom H.M., Lansberg I., *Generation to Generation*, Boston, M.A., Harvard Business School Press, 1997

<sup>26</sup> Le Family Business Network considère qu'une entreprise est familiale si :

respectives s'élèvent à 70 % et 45 % de l'emploi au sein des entreprises cotées selon Sraer et Thesmar (2007), qui en retiennent toutefois une définition plus large<sup>27</sup>.

Selon Pons et Sebban (2010), 40% des ETI contrôlées par des capitaux français seraient familiales (capital contrôlé à plus de 50% par la famille, qui participe également à la gestion de l'entreprise), celles-ci étant généralement de plus petite taille. Le poids des entreprises familiales au sein des plus grandes entreprises se serait même renforcé de 1982 à 1998<sup>28</sup>, pour se situer aujourd'hui, selon Philippon (2007), à un niveau parmi les plus élevés dans les pays développés.

#### *Une diversité de définitions existantes*

L'une des principales difficultés pour apprécier le rôle des entreprises familiales dans l'économie française est le manque de définition uniforme de ces entreprises. Deux critères sont généralement pris en compte pour considérer une entreprise comme familiale :

- **la détention du capital par une ou plusieurs personnes physiques membres de la même famille.** Si les études disponibles tiennent généralement toutes compte de ce critère, elles ne retiennent pas nécessairement le même seuil de possession des droits de vote pour considérer que la famille exerce un contrôle significatif sur l'entreprise (contrôle majoritaire ou minorité de blocage).
- **la participation d'un membre de la famille dans la gestion de l'entreprise,** critère qui n'est pas systématiquement pris en compte par les études existantes. Si ce critère se confond avec le précédent dans de nombreux cas (en particulier les artisans et commerçants), la famille détentrice du capital peut également choisir de recourir à un dirigeant « extérieur » : Sraer et Thesmar (2007) estiment qu'environ 16% des entreprises familiales françaises cotées entre 1994 et 2000 étaient dans cette configuration.

Constatant la diversité des définitions existantes, la Commission européenne a proposé sa propre définition des entreprises familiales (« family business »)<sup>29</sup>. Est considérée comme une entreprise familiale toute entreprise, quelle que soit sa taille, qui remplit les conditions suivantes :

- la majorité des droits de vote (de façon directe ou indirecte) est en possession des

i. La majorité des votes (directe ou indirecte, et au moins 25 % des droits pour les entreprises cotées) est dans la possession de la personne physique qui a fondé ou acquis l'entreprise, ou dans la possession de leur famille ou descendants.

ii. Au moins un représentant de la famille est impliqué dans le management ou l'administration de l'entreprise.

Cette définition conduit à retenir 76 % d'entreprises familiales qui sont encore contrôlées par la première génération. Cependant, certaines études utilisent des définitions moins strictes (seul le critère de contrôle du capital est retenu), d'autres plus strictes (l'entreprise doit en outre avoir été transmise au moins une fois).

<sup>27</sup> Les auteurs considèrent une entreprise comme familiale lorsque le fondateur ou les membres de sa famille sont actionnaires de l'entreprise et ce bloc représente plus de 20% des droits de vote. Si l'on ajoute un critère de participation du fondateur ou d'un héritier à la gestion de l'entreprise, la part des entreprises familiales dans leur échantillon retomberait à 55% (leur part dans l'emploi à 26%).

<sup>28</sup> Voir Allouche et Amann (1997) et Blondel *et al.* (2002)

<sup>29</sup> DGE (2009), rapport final des experts, "Overview of family-business-relevant issues : research, networks, policy measures and existing studies".

personnes physiques qui ont fondé la société, ou de celles qui ont acquis le capital social de l'entreprise, ou de leurs époux(ses), enfants et grands-enfants ;

- au moins un membre de la famille est directement impliqué dans la gouvernance de l'entreprise ;
- pour les entreprises cotées, le seuil de détention des droits de vote est abaissé à 25%, et il n'y a plus de condition de fonction dirigeante d'un membre de la famille.

Notons que cette définition de la Commission englobe les entreprises où il n'y a pas encore eu de transfert entre générations, ainsi que les propriétaires uniques et les travailleurs indépendants (à condition qu'une entité juridique existe).

*Le manque de données de la statistique publique*

**Une difficulté additionnelle est que ces différents critères ne sont pas renseignés dans la statistique publique** : d'une part, les seuils de taille de la plupart des enquêtes statistiques excluent les très petites entreprises, catégorie où les entreprises familiales sont très représentées ; d'autre part, l'enquête de l'INSEE portant sur l'actionnariat des entreprises ainsi que leurs prises de participations (enquête « Liaisons Financières » ou LiFi) n'identifie pas précisément les principaux actionnaires lorsque ces derniers sont des personnes physiques, et ne permet pas d'identifier les sociétés où dirigeants et actionnaires se confondent. Par ailleurs, même si les actionnaires et dirigeants des entreprises étaient individuellement connus, certaines hypothèses resteraient nécessaires (même nom de famille des actionnaires et des dirigeants par exemple).

**C'est pourquoi de nombreuses études reposent soit sur des échantillons très restreints, soit sur des sondages, ce qui rend plus difficile la généralisation de leurs résultats.**

*Principaux faits stylisés des entreprises familiales issus de la littérature*

- **Une incidence positive sur la profitabilité de l'entreprise et sur la concordance entre stratégie du dirigeant et attente des actionnaires**

Le management héréditaire peut favoriser la transmission d'un capital humain spécifique de génération en génération. Selon Sraer et Thesmar (2007), la longévité de la dynastie familiale conférerait aux dirigeants familiaux un avantage réputationnel face à des situations de jeux répétés et faciliterait la mise en place de contrats implicites<sup>30</sup> entre l'entreprise et les salariés, avec une incidence positive sur la profitabilité de l'entreprise et la stabilité de l'emploi dans l'entreprise. En outre, la concordance entre stratégie du dirigeant et attentes des actionnaires, plus importante dans les entreprises familiales, peut également impliquer une diminution du coût d'agence qui résulte traditionnellement

<sup>30</sup> L'existence de contrats implicites au sein des entreprises familiales a notamment été mise en évidence dans une étude empirique de Sraer et Thesmar (2007), montrant que l'emploi au sein des entreprises familiales est moins sensible aux cycles économiques et les salaires y sont plus faibles, ce qui suggère que les salariés bénéficient implicitement d'une assurance contre le risque de perte d'emploi en contrepartie d'une moindre rémunération de leur travail, amortissant *in fine* les chocs positifs comme négatifs.

de la séparation du pouvoir managérial et du pouvoir actionnarial.

- **Une sous-performance plus marquée des dirigeants familiaux**

Afin d'isoler précisément l'effet du management héréditaire, la littérature empirique s'est focalisée plus récemment sur l'analyse en coupe longitudinale, qui consiste à identifier les successions de dirigeants puis à comparer, pour chaque type de dirigeant promu, les performances de l'entreprise avant et après la succession. Bennedsen et al. (2007) identifient ainsi une sous-performance plus marquée des dirigeants familiaux dans les secteurs à forte croissance, à forte volatilité ou à niveau de formation élevé des salariés, c'est-à-dire dans des environnements économiques où les compétences managériales jouent vraisemblablement un rôle plus important.

Dans le même temps, les auteurs ont constaté que les dirigeants familiaux possèdent moins d'expérience en tant que manager, ainsi qu'un niveau de formation plus faible que les dirigeants non familiaux. Autrement dit, les liens familiaux pèseraient davantage que les compétences dans la décision de promouvoir un dirigeant familial.

Au-delà de ces réticences à l'ouverture du capital qui peuvent brider la croissance des entreprises, notamment dans le cas des entreprises familiales, se pose la question de l'offre de fonds propres disponibles pour les PME-ETI en croissance.

**2. Le capital-investissement, un outil de renforcement des fonds propres utile aux PME et ETI en croissance**

**i) La deuxième source de financement des PME après les banques**

Très souvent trop petites pour être cotées en bourse, les PME-ETI en croissance ont pour autant besoin de renforcements réguliers de leurs fonds propres, comme l'a montré la première partie. Le marché du capital-investissement (cf. encadré 4) leur est particulièrement adapté.

**Le marché du capital-investissement s'est développé en France, particulièrement depuis le début des années 2000, pour devenir le deuxième marché européen derrière le Royaume-Uni<sup>31</sup>.**

Environ 1 650 entreprises ont fait l'objet d'un financement par les membres de l'AFIC (Association Française des Investisseurs pour la Croissance) en 2014, ce qui place la France au deuxième rang mondial en termes de nombre d'entreprises financées (5 000 aux Etats-Unis, 1 300 en Allemagne, 900 en Royaume-Uni, 200 en Italie et en Espagne). Par ailleurs, le marché du capital-investissement français a vu sa taille décupler depuis le milieu des années 1990, passant de 876 M€ investis en 1996 à 8,7 Md€ en 2014 (chiffres AFIC).

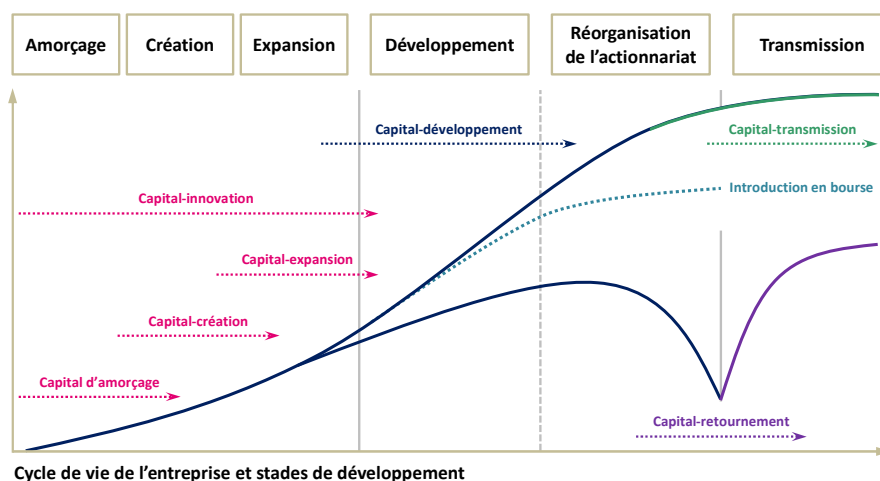
<sup>31</sup> Source : AFIC. Les montants levés par des sociétés de capital-investissement en France portent sur un total de 10,1Md€ en 2014.

#### Encadré 4 : activités et souscripteurs du capital investissement

Le capital-investissement se décompose en plusieurs types d'activité correspondant à des stades distincts de la vie de l'entreprise. Selon la terminologie de l'AFIC, on distingue :

- le capital-innovation : financement d'entreprises en création ou aux premiers stades de leur développement ;
- le capital-développement : financement d'entreprises ayant atteint leur seuil de rentabilité et dégagant des profits. Les fonds sont employés pour augmenter les capacités de production, la force de vente, développer des nouveaux produits et services, conquérir de nouveaux marchés à l'international,...
- le capital-transmission (ou « leverage buy-out » - LBO) : acquisition d'entreprises existantes par une équipe d'investisseurs financiers et de dirigeants venant de la société ou de l'extérieur par le moyen d'un effet de levier ;
- le capital-retournement : financement d'entreprises connaissant des difficultés.

**Figure 16 : Capital-investissement et cycle de vie de l'entreprise**



Source : AFIC

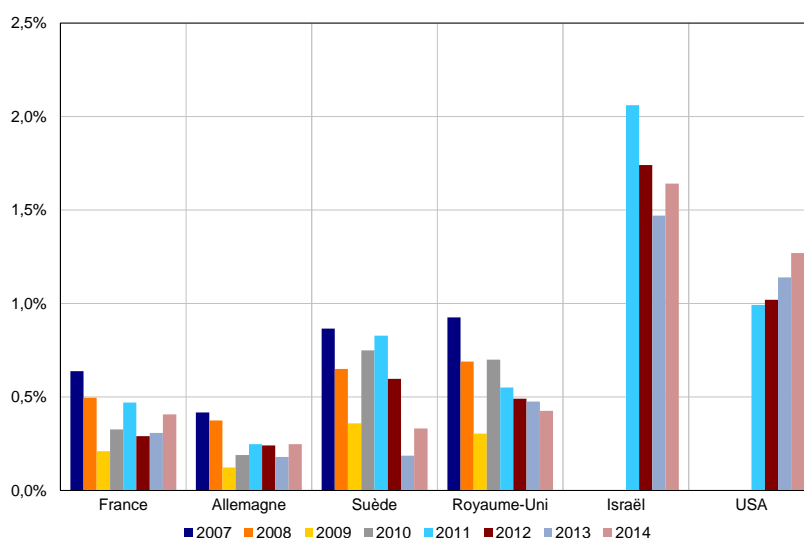
L'activité de capital-investissement fait intervenir des souscripteurs variés au capital des entreprises non cotées :

- des investisseurs institutionnels : banques, assurances, caisses de retraite agissant via des véhicules dédiés comme les fonds Professionnels de Capital Investissement (FPCI) ;
- des investisseurs privés regroupés dans des family offices ;
- des particuliers regroupés dans des fonds fiscaux de type FIP (fonds d'investissement de proximité) et FCPI (fonds commun de placement dans l'innovation) bénéficiant de réductions d'impôt sur le revenu ou la fortune ;
- des investisseurs dits « corporate » (grandes entreprises) : ce type d'investisseurs reste cependant minoritaire en France ;
- des entités publiques françaises et étrangères : Bpifrance, fonds souverains étrangers, etc.

Depuis 2000, plus de 105 Md€<sup>32</sup> ont été investis dans le capital investissement et quelques 5 800 entreprises sont aujourd’hui accompagnées par des fonds de capital-investissement français, dont 89 % d’entre elles ont leur siège social en France. On peut estimer l’encours des participations du capital-investissement dans les entreprises françaises de l’ordre de 60 Md€<sup>33</sup>. Rapporté au capital social des sociétés non financières françaises susceptibles d’être investies par le capital-investissement, de l’ordre de 700 Md€<sup>34</sup>, l’encours global du capital-investissement représenterait 6 à 8 % du capital de ces sociétés.

Le capital-investissement français présente un des taux de couverture<sup>35</sup> de son marché domestique les plus importants au monde : en 2012, environ 0,9% des entreprises françaises de plus de 10 salariés ont été financées par les acteurs du capital-investissement français. Ce ratio de couverture du marché domestique était comparativement de 0,6% aux États-Unis, de 0,4% au Royaume-Uni, et de 0,3% en Allemagne. En termes de taux de pénétration (montants investis rapportés au PIB), la France se situe derrière les États-Unis et le Royaume-Uni, les entreprises accompagnées étant globalement plus petites (cf. figure 17)

**Figure 17 : Taux de pénétration du capital-investissement**



Source : EVCA, AFIC, NCVA, PwC, Calculs DG Trésor.

Note : Montants investis sur le marché national en % du PIB

<sup>32</sup> Source : AFIC. A noter que le périmètre de l’AFIC exclut notamment l’activité des fonds étrangers qui n’ont pas de bureaux en France. D’après les données de l’EVCA (European Private Equity and Venture Capital Association), les volumes d’activité des gestionnaires étrangers sur le territoire français (non répertoriée dans les statistiques de l’AFIC) et l’activité des gestionnaires français à l’étranger se compensent globalement. De même certains fonds français régionaux de petite taille ne sont pas captés dans le périmètre de l’AFIC. Si cela a un impact potentiel sur le nombre d’entreprises investies, le biais sur les volumes d’investissement, de désinvestissement et de levées de fonds présentés par l’AFIC est a priori négligeable.

<sup>33</sup> Calcul DG Trésor. Sur la base des investissements cumulés nets des désinvestissements (données AFIC), l’encours des participations des opérateurs français de capital-investissement dans des sociétés françaises peut être estimé à environ 50 Md€ (hors effets de valorisation). Viennent s’ajouter les participations détenues par des opérateurs étrangers que l’on peut estimer de l’ordre de 10 Md€.

<sup>34</sup> C’est-à-dire l’ensemble des SNF non cotées (environ 700 Md€ de capital social net en 2011). A noter qu’une part (pouvant atteindre 10 % à 20 %) des investissements des fonds est réalisée dans des sociétés cotées.

<sup>35</sup> Le taux de couverture du marché national résulte du rapport entre le nombre d’entreprises nationales financées par les acteurs nationaux du capital-investissement toutes tailles confondues et le nombre d’entreprises de 10 salariés ou plus de l’économie nationale. Sources : OCDE, NVCA, PEBCC, BVK, BVCA, AFIC). Cet indicateur reste cependant à prendre avec précaution, la distinction entre entreprises de moins de 10 salariés et plus de 10 salariés par le capital-investissement, nécessaire à la bonne mesure du taux de couverture, n’ayant pas pu être obtenue.

En outre, il soutient particulièrement les secteurs de l'économie de la connaissance ou secteurs d'avenir (informatique, biotechnologie, télécommunication, technologies vertes), dont dépend la compétitivité future de l'économie française. Ainsi 40% des entreprises financées en 2014, surtout en capital-innovation, appartenaient à ces secteurs. L'industrie et la chimie, qui demeurent des moteurs économiques majeurs, concentrent à eux seuls près de 20% du total des montants investis ces 10 dernières années.

**Le capital-investissement est donc bien tourné vers les entreprises en croissance :** selon une enquête de l'AFIC, en 2013, dans les entreprises soutenues par le capital-investissement, 36 097 nouveaux emplois ont été créés (alors que le secteur marchand en perdait 68 100) et la croissance du chiffre d'affaires de ces entreprises s'est élevée à 1,4 %. C'est au sein des entreprises accompagnées en capital-innovation que la plus forte progression des effectifs (+6,4 %) et du chiffre d'affaires (+18,4 %) a été observée<sup>36</sup>, preuve du dynamisme continu de ce segment, qui contribue au renouvellement du tissu économique.

#### ii) L'activité de capital investissement bénéficie depuis deux ans d'une dynamique positive

Après plusieurs années difficiles, le marché du capital-investissement a désormais retrouvé des niveaux de collecte proches de ceux d'avant-crise. Ces deux dernières années, les chiffres de l'AFIC témoignent d'un redressement de la collecte de capitaux par les sociétés de gestion françaises de fonds de capital-investissement (10,1 Md€ en 2014 après 8,2 Md€ en 2013) après une année 2012 (5 Md€) en repli par rapport à 2011 (6,5 Md€). Si ces évolutions perdurent, elles permettront d'accompagner le redressement des investissements, pour l'heure encore inférieurs à leur niveau d'avant crise (cf. figure 18), même si la croissance des investissements constatée en 2014 pourrait être le signe d'une reprise plus durable, avec 8,7 Md€ investis (+35% par rapport à 2013) dans 1 648 entreprises, dont 74% de PME, en très grande majorité non cotées<sup>37</sup>.

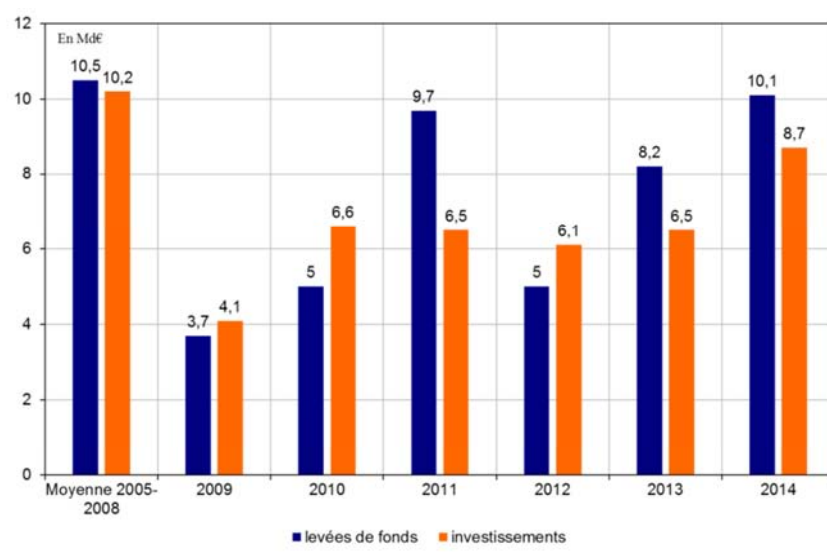
---

<sup>36</sup> Le dynamisme de ces estimations est à nuancer compte tenu d'un effet de base important

<sup>37</sup> Calcul sur la base d'un échantillon de 1 018 entreprises financées parmi les 1 648 financées en 2014 pour lesquelles l'AFIC dispose des CA et des effectifs au 31 décembre 2014).



**Figure 18 : Evolution des investissements et levées de fonds**



Source : AFIC

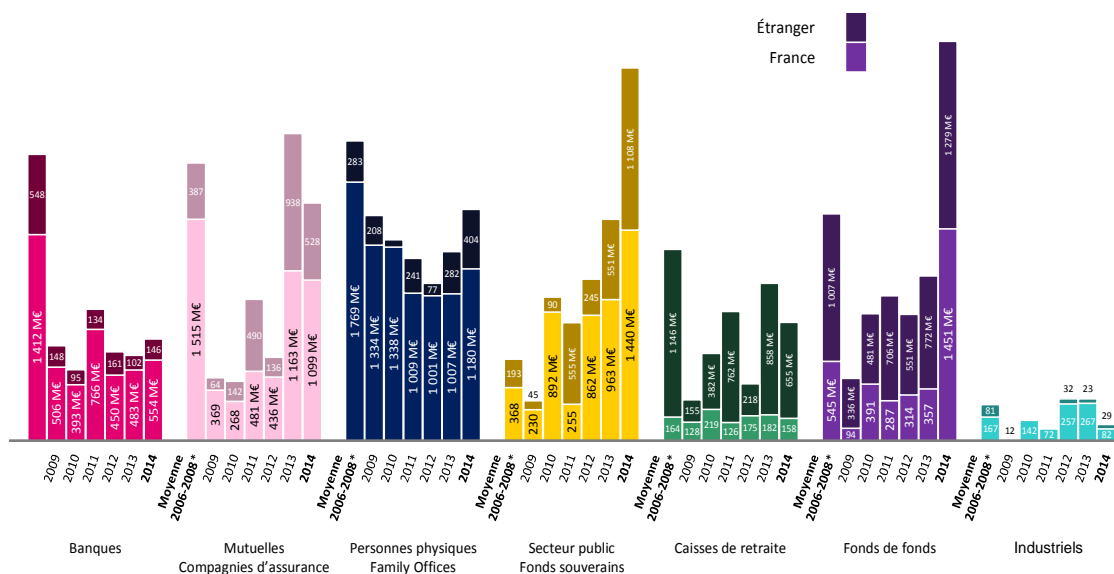
**Ce dynamisme s'explique à la fois par le retour d'investisseurs étrangers, notamment sur le segment du capital-transmission, et à la fois par la montée en puissance du soutien public depuis plusieurs années, sur les segments du capital-innovation et développement.**

En effet, cette dynamique est en large partie alimentée par la hausse des souscriptions auprès des entités publiques (voir annexe 8, détaillant le rôle de Bpifrance dans le capital-investissement), qui contribuent significativement aux investissements du capital-innovation et du capital-développement depuis 2012 : le montant des seules **entités publiques françaises** est passé de 230 M€ en 2009 à 1 440 M€ en 2014.

Le nombre de souscripteurs des FIP et des FCPI, après avoir baissé régulièrement jusqu'en 2012, est depuis en redressement en lien possible avec l'évolution du nombre de contribuables à l'ISF. Par ailleurs, après avoir joué un rôle prépondérant dans le financement des fonds de capital-investissement français jusqu'en 2008 (en moyenne 42% des levées de fonds entre 2000 et 2008), **les banques et les compagnies d'assurance** ont entamé un mouvement de désengagement vis-à-vis de l'industrie à partir de l'année 2009, dans un contexte de crise économique et de négociation de nouvelles réglementations (Solvabilité II et Bâle III), peu favorables à la détention d'actions non cotées. Depuis 2013, les compagnies d'assurance semblent avoir retrouvé leur place dans le financement du capital-investissement français avec en moyenne 21% des levées de fonds totales (contre 12% entre 2009 et 2012).

Le rebond des levées de fonds en 2014 a été également porté par la forte progression des fonds de fonds (français et étrangers) et s'explique principalement par le fait de quelques acteurs capables de réaliser des levées de fonds très importantes, géographiquement diversifiées (12 gros acteurs français de l'industrie ont contribué à plus de 87% de la campagne totale 2014).

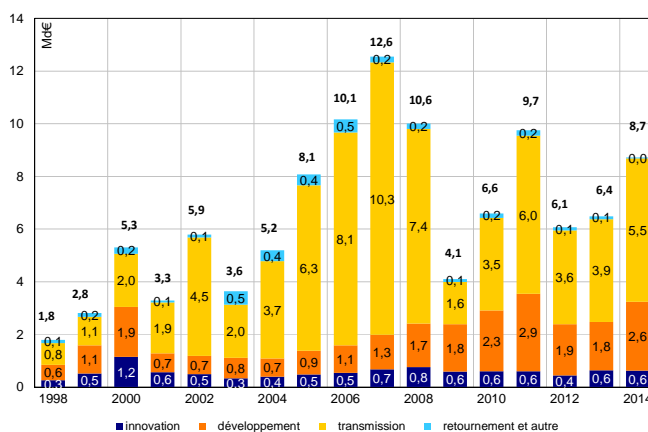
**Figure 19 : Levées de fonds des sociétés de gestion française par principaux types de souscripteurs**



Source : AFIC

En 2014, la dynamique observée sur les levées de fonds est également constatée sur les opérations d'investissement (figure 20). Le rebond profite surtout au capital-développement (+27 % sur un an) et transmission (+39 % sur un an). Les investissements sur le segment du capital-innovation quant à eux se stabilisent autour de 600 M€ investis dans un peu plus 400 entreprises. Ce segment dépend fortement de l'action publique à travers à la fois les incitations fiscales à l'investissement des particuliers dans les FIP et FCPI et à travers l'action de Bpifrance. Hors fonds fiscaux (30% du total des investissements en capital-innovation), plus de 90% des montants investis dans les entreprises sont le résultat de l'activité des fonds de capital innovation souscrits tout ou partie par Bpifrance (cf. annexe 8). La forte hausse des levées de fonds sur le segment, observé chez les fonds gérés par Bpifrance comme ses fonds partenaires, est un signal positif pour les prochaines années. Le potentiel de développement du marché reste important par rapport à la taille atteinte par des marchés plus matures.

**Figure 20 : Investissements réalisés par les sociétés de gestion de fonds de capital-investissement françaises**



Source : AFIC

iii) La contribution du capital-investissement au financement de la croissance des PME et ETI peut encore être améliorée, notamment sur la taille des tickets disponibles.

Le marché du capital-investissement français à l'image du tissu productif national composé majoritairement de TPE-PME est un marché majoritairement composé de tickets de petites tailles (taille des fonds reçus par les entreprises financées). En 2014, 56% des entreprises financées ont reçu moins d'1 million d'euros (52% en moyenne sur la période 2009-2014) et 80% moins de 3 millions d'euros. A titre de comparaison, l'investissement moyen est de l'ordre de 5,5 M€/an sur les segments risque et développement aux Etats-Unis<sup>38</sup>. C'est donc sur des opérations de grande envergure, que la France accuserait un retard significatif par rapport à ces marchés.

Cette spécificité du capital-investissement française pourrait s'expliquer en partie par le faible nombre d'entreprises « cible » pour le « gros » capital-innovation (tours de table de l'ordre de 50-100 M€). Certains dirigeants de PME de croissance préféreraient le rachat et l'adossment à un grand groupe plutôt que la croissance autonome ; d'autres seraient au contraire réticents à se laisser accompagner par le capital-investissement, qui peut engendrer un risque de perte du contrôle de l'entreprise par les dirigeants historiques (cf. supra). Les récentes levées de fonds de plusieurs dizaines de millions d'euros de quelques start-up françaises<sup>39</sup> souligne un possible changement de modèle de développement adopté par certaines start-up.

Mais elle pourrait également provenir de la capacité globale d'investissement relativement réduite des fonds nationaux, qui limite leur participation à ces opérations d'envergure.

Même si la faible concentration des fonds de capital investissement n'est pas l'unique facteur expliquant la faiblesse des tickets d'investissement réalisés en France aujourd'hui, il ne peut qu'être utile de favoriser l'émergence de fonds de taille plus importante<sup>40</sup>, qui sont les seuls à même d'offrir des tickets importants. Plusieurs initiatives vont dans ce sens provenant des acteurs publics et privés :

- le lancement par Bpifrance du fonds Large Venture doté de 500 M€ ont vocation à compléter l'offre française destiné à des investissements en capital-innovation supérieur à 10M€.
- la constitution de fonds de capital-innovation supérieurs à 150-200 M€ (Sofinnova, Partech Ventures, Keensight Capital notamment).

---

<sup>38</sup> Source NCVA.

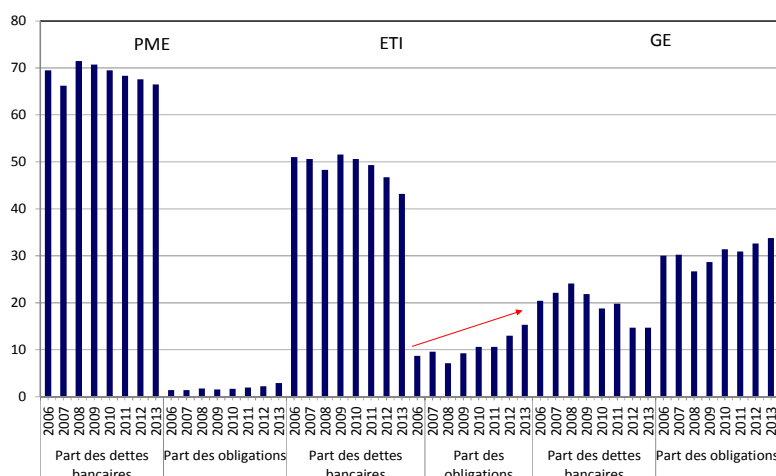
<sup>39</sup> DBV, LDR, BLABLACAR, SIGFOX, Finexkap, Synthesio, Novapost, Vestiaire Collective, Prêt d'Union, Aledia, Ouicar, Devialet, Advanced Accelerator Applications, ont réalisé des levées de fonds en 2014 et 2015 supérieures à 20M€.

<sup>40</sup> Ce diagnostic est également partagé dans « Boosting digital startup financing in Europe », France Digitale (2014).

### 3. Le placement privé, un outil en développement rapide qui convient particulièrement bien aux ETI en croissance

Depuis 2009, un mouvement de désintermédiation du financement en dette s'observe en France, comme dans le reste de l'Europe : la part de la dette bancaire diminue au profit de la dette obligataire. Ce mouvement est particulièrement marqué pour les grandes entreprises, mais il l'est également pour les ETI (cf. figure 21).

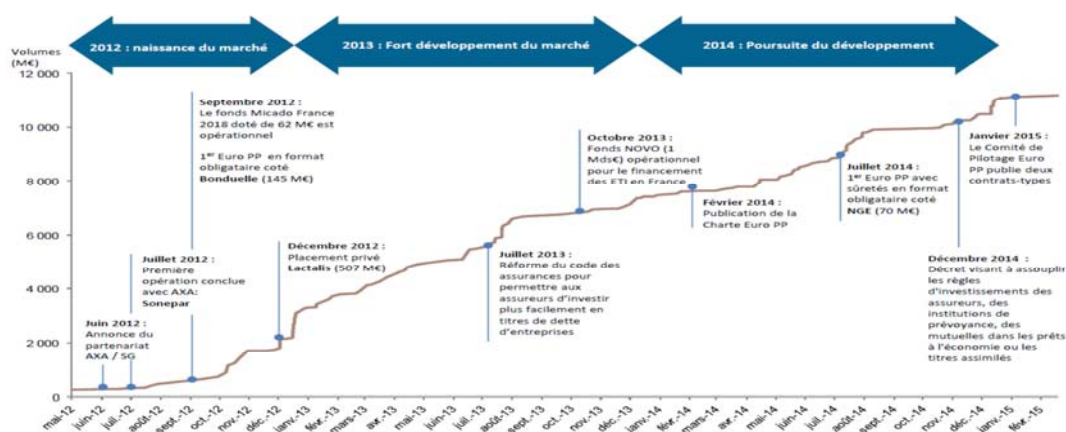
**Figure 21 : Part des dettes bancaires et des obligations dans l'endettement financier retraité (en %)**



Source : Banque de France (données FIBEN), dernier point : 2013

De fait, les ETI, et en particulier, les ETI en croissance profitent de l'émergence du placement privé auprès d'investisseurs institutionnels. A titre d'exemple, dans les émissions réalisées par BPCE pour ses clients, alors qu'en 2010, il n'y avait aucune émission privée, en 2014, elles représentent 20% des émissions en montant, et 70% en nombre. **Le marché des placements privés français à destination des ETI a ainsi connu un succès incontestable depuis son démarrage en 2012 et connaît un essor important. Il représente actuellement près de 11 Md€ d'encours mobilisés depuis 2012** (cf. figure 22). La taille moyenne des émissions ne cesse de baisser (cf. tableau 3), témoignant du fait qu'elles concernent davantage des entreprises moins grandes. Alors qu'elles semblaient inimaginables il y a quelques années, des émissions privées sur des tickets aussi faibles que 10M€ sont maintenant relativement fréquentes.

Figure 22 : Historique de l'encours cumulé des Euro PP depuis 2012



Source : Comité de pilotage de la charte Euro PP, groupe suivi de marché, estimation des opérations effectuées par des émetteurs français

Tableau 3 : Encours annuels et caractéristiques des opérations des Euro PP

	2012	2013	2014
<b>Montant total opérations</b> (en millions d'Euros)	<b>3 195</b>	<b>3 284</b>	<b>3 311</b>
<b>Nombre de transactions</b>	<b>21</b>	<b>39</b>	<b>55</b>
<b>Taille moyenne des opérations</b> (en millions d'Euros)	<b>152</b>	<b>84</b>	<b>60</b>

Source : Banque de France

Un **coût pour monter l'opération moins élevé** qu'une émission obligataire avec appel public à l'épargne, une **documentation juridique simple et standardisée**, des obligations d'informations réduites qui préservent une certaine **confidentialité des données financières** expliquent le développement récent du placement privé. Les entreprises qui ont la surface et la capacité à accéder à ce marché (en particulier les ETI) ont également manifesté un **souhait de diversification de leurs sources de financement et d'une moindre dépendance au seul secteur bancaire**. Le financement en dette sous forme de placements privés répond en effet bien aux besoins de financement d'ETI qui peuvent en profiter **même si elles ne sont pas notées**.

Ensuite, la période récente de taux bas s'est traduite par un appétit assez fort d'acteurs (principalement des compagnies d'assurance et des fonds de gestion) qui disposent de liquidités importantes et ont cherché de nouveaux types de placement, tandis que parallèlement, le secteur bancaire faisait évoluer son activité dans le contexte de la mise en place d'un nouvel environnement prudentiel<sup>41</sup>. D'après certains acteurs de marché, les taux

<sup>41</sup> Ces nouvelles exigences peuvent faire peser des contraintes supplémentaires sur les prêts accordés aux entreprises. A ce stade, il n'apparaît toutefois pas de signe manifeste de raréfaction des crédits moyen-long terme pour les entreprises : les enquêtes récentes de la Banque de France auprès des PME mettent en évidence que dans 90 % des cas, les demandes de crédit d'investissement sont accordées en totalité ou en majorité par les établissements de crédit

des placements privés ont baissé plus que les taux des crédits, améliorant la compétitivité de ce mode de financement relativement à l'endettement bancaire.

**Ce développement a été favorisé par l'action coordonnée des pouvoirs publics et de tous les acteurs concernés** avec d'une part la réforme du code des assurances conduite à l'été 2013 (étendue en décembre 2014 au code de la sécurité sociale et au code de la mutualité) qui a permis aux assureurs d'investir plus facilement dans des fonds de placements privés et d'autre part, un important travail de structuration du marché conduit par un groupe de travail rassemblant l'ensemble des protagonistes du marché (entreprises, arrangeurs, investisseurs et gestionnaires). Ce groupe de travail, activement soutenu par les pouvoirs publics, a permis l'émergence d'un cadre de bonnes pratiques formalisé par la Charte Euro PP, qui établit des standards de marché et bientôt la définition d'une documentation standard. Cette initiative est en cours de déploiement à l'échelle européenne.

**Au final, il sera intéressant de suivre comment l'émergence de cette nouvelle source de financement répondra aux besoins de financement spécifiques des entreprises en croissance. L'Euro PP peut devenir un mode de financement particulièrement adapté aux entreprises innovantes (en complément du capital, indispensable dans le cas d'investissements risqués) en proposant des financements aux maturités plus longues que le financement bancaire, avec remboursement le plus souvent *in fine* (ce qui libère des cash-flows à court terme par rapport à une dette amortissable) et la plupart du temps sans prise de garantie (ce qui est utile aux entreprises réalisant un investissement immatériel).** Et en libérant de la place dans les bilans des banques, le placement privé bénéficie également indirectement au financement des PME.

#### **4. Le financement des exportations, potentiellement contraint ?**

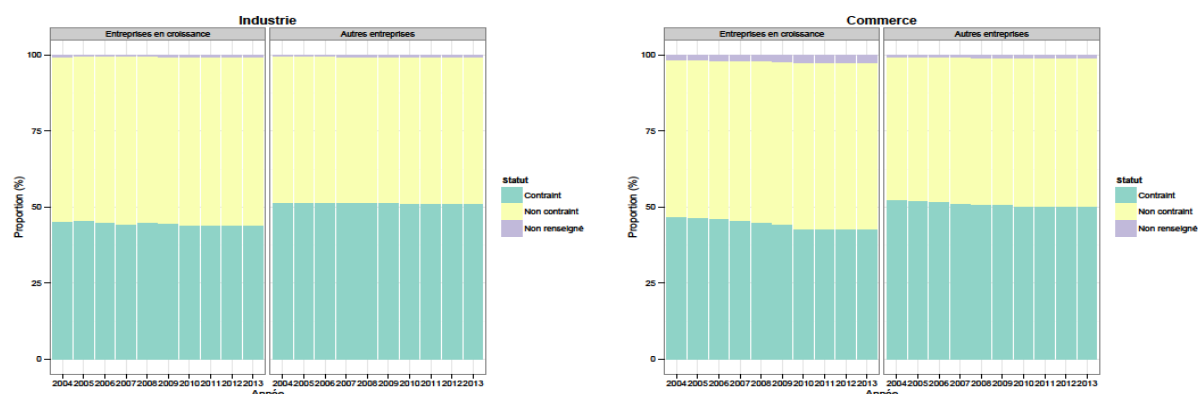
Les entreprises en croissance sont particulièrement exportatrices. Elles ont des taux d'exportations plus élevés, et dans les années qui suivent leur entrée à l'international, elles augmentent plus rapidement le nombre de produits exportés et leur chiffre d'affaire à l'exportation (cf. partie 1a). Elles ont donc besoin de moyens adéquats pour financer cette entrée rapide sur le marché international.

Les travaux sur données françaises de Boutin, Cestone, Fumagalli, Pica et Serrano-Velarde (2013) suggèrent que le montant de liquidités détenu par un groupe est un déterminant important de son entrée dans de nouveaux secteurs d'activités. Ainsi, plus une entreprise dispose de liquidités de par ses filiales existantes, plus elle aura de chance d'étendre son activité à un nouveau secteur.

La même méthodologie peut être appliquée à l'échantillon d'entreprises qui a été exploité dans la première partie. Une entreprise est classée comme "contrainte" financièrement (respectivement "non contrainte" financièrement) si pour un secteur donné, son niveau de liquidité moyen (par salarié) sur la période 2004-2013 se situe en dessous (au-dessus) de la médiane.

Il apparaît que les entreprises en croissance sont moins « contraintes financièrement » en proportion (cf. figure 23). Cela traduit notamment le fait qu'elles dégagent en moyenne plus de liquidités, puisque leurs résultats sont plus élevés (cf. partie 1).

**Figure 23 - Répartition des entreprises par niveau de contraintes financières**



Source : données fiscales BIC-RSI et BIC-RN 2003-2013, fichiers LIFI 2003-2013, données DGDDI 2003-2013.

Champ : hors entreprises individuelles, ayant un CA < 750 k€, une valeur ajoutée nulle ou un capital social négatif. PME et ETI uniquement.

Les entreprises non contraintes semblent être plus présentes sur le marché de l'exportation que les entreprises contraintes, et ce dans tous les secteurs et pour tous les types d'entreprises (figure 24), ce qui est cohérent avec les travaux de Boutin *et al.*

Les entreprises non contraintes financièrement exportent aussi davantage que les autres et cet écart de comportement est particulièrement marqué au sein des entreprises en croissance : les entreprises en croissance qui sont non contraintes financièrement exportent ainsi beaucoup plus que les entreprises en croissance contraintes financièrement (figure 25).

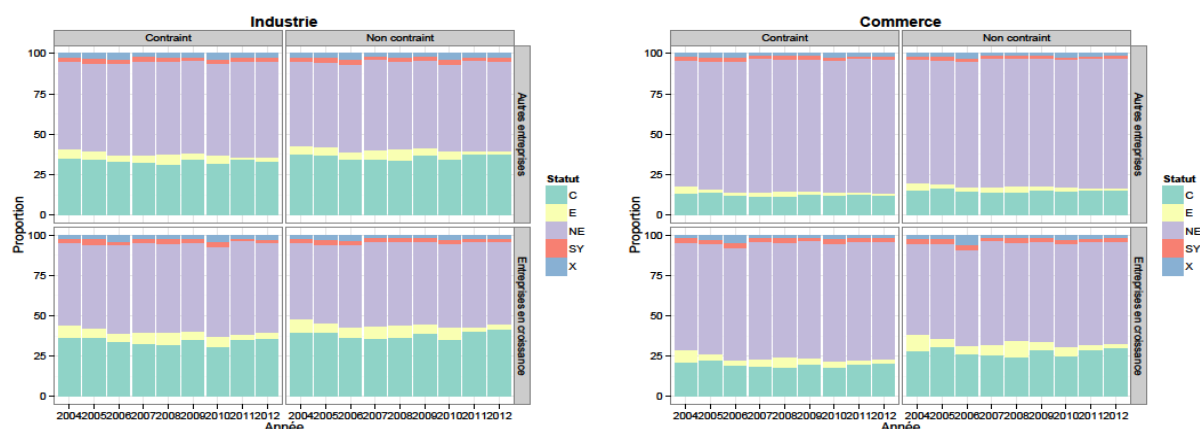
On constate par ailleurs que les entreprises en croissance non contraintes connaissent des taux de croissance du chiffre d'affaires à l'exportation supérieurs à ceux des entreprises non contraintes aussi bien dans le secteur de l'industrie (écart de 4,3 %) que du commerce (écart de 5,1 %)<sup>42</sup>, cf. figure 26).

Ces constats sont susceptibles de traduire le fait que l'absence de liquidités des entreprises en croissance serait particulièrement pénalisant dans leur stratégie d'entrée à l'international. Mais les corrélations constatées ne permettent pas de conclure formellement à l'existence d'un effet causal du niveau de liquidités sur la croissance à l'international<sup>43</sup>. Il se peut qu'elles traduisent aussi le fait que les entreprises en croissance qui exportent davantage dégagent, grâce à leurs résultats à l'international, plus de liquidités.

<sup>42</sup> Les écarts de taux de croissance du chiffre d'affaires à l'export entre les entreprises contraintes et non contraintes sont calculés à partir de régressions linéaires avec effets fixes temporels : ceci permet de tenir compte de la présence de chocs macroéconomiques pendant la période d'observation (comme par exemple ici la crise de 2008).

<sup>43</sup> Pour mettre à jour ce type de lien, des travaux économétriques du type de ceux produits dans Boutin *et al.* (2013) devraient être menés, en veillant en particulier à contrôler l'effet de la productivité des entreprises.

**Figure 24 : Comportement à l'export par niveau de contraintes financières**



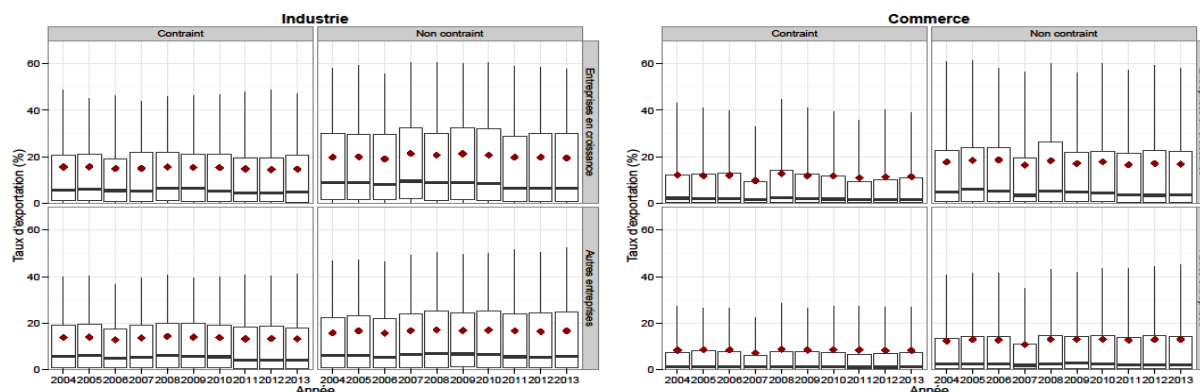
Source : données fiscales BIC-RSI et BIC-RN 2003-2013, fichiers LIFI 2003-2013, données DGDDI 2003-2013.

**Champ :** hors entreprises individuelles, ayant un CA < 750 k€, une valeur ajoutée ou des capitaux propres négatifs. PME-ETI uniquement. Hors niveau de contraintes financières « non renseigné ».

**NE :** non exportateur. **C :** continuer. **E :** entrant. **X :** exiter. **SY :** single-year.

**Clé de lecture:** En 2004, 51% des entreprises en croissance contraintes financièrement du secteur de l'industrie ne sont pas exportatrices (NE). 37% sont exportatrices à la fois en 2003, 2004 et 2005 (*continuer*, C). 7% n'exportent pas en 2003 mais deviennent exportatrices en 2004 et le restent en 2005 (*entrantes*, E). 3% n'exportent pas en 2003, exportent en 2004 et redeviennent non-exportatrices en 2005 (*single-year*, SY). 2% exportent en 2003 et 2004 mais n'exportent plus en 2005 (*exiter*, X).

**Figure 25 : Taux d'exportation par niveau de contraintes financières (%)**



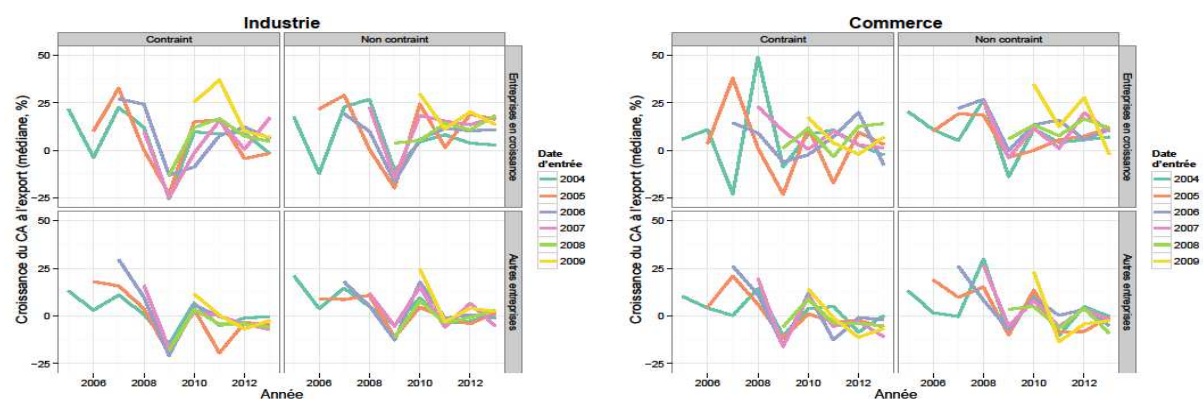
Source : données fiscales BIC-RSI et BIC-RN 2003-2013, fichiers LIFI 2003-2013, données DGDDI 2003-2013.

**Champ :** hors entreprises individuelles, ayant un CA < 750 k€, une valeur ajoutée ou des capitaux propres négatifs. PME-ETI et exportatrices uniquement. Hors niveau de contraintes financières « non renseigné ».

**Note :** Les quantiles à 10, 25, 50, 75 et 90 % sont représentés. La moyenne (en rouge) est calculée hors valeurs extrêmes.



**Figure 26 : Croissance du CA à l'export par niveau de contraintes financières et année d'entrée**



**Source :** données fiscales BIC-RSI et BIC-RN 2003-2013, fichiers LIFI 2003-2013, données DGDDI 2003-2013.

**Champ :** hors entreprises individuelles, ayant un CA < 750 k€, une valeur ajoutée ou des capitaux propres négatifs. PME-ETI et exportatrices uniquement. Hors niveau de contraintes financières « non renseigné ».

## **ANNEXES**

## **Annexe 1 : Composition de l'Observatoire du financement des entreprises**

### **PRESIDENT**

Fabrice PESIN - Médiateur national du crédit

### **RAPPORTEURS**

Stéphane DAHMANI - Direction Générale du Trésor

Benjamin DELOZIER – Médiation du crédit aux entreprises

### **TRAVAUX QUANTITATIFS POUR CE RAPPORT**

Paul Beaumont – INSEE, Jean-Pierre Villetelle – Banque de France

### **SECTEUR PRIVÉ - FINANCIER ET COMPTABLE**

Association Française de la Gestion Financière (AFG)

Association Française des Investisseurs pour la Croissance (AFIC)

Association Française des Sociétés Financières (ASF)

BNP-PARIBAS

BPCE

Caisse des Dépôts et Consignations

Coface

Conseil Supérieur de l'Ordre des Experts-Comptables

Crédit Agricole

Euler Hermes

Fédération Bancaire Française (FBF)

Fédération Française des Sociétés d'Assurances (FFSA)

SIAGI - Société de caution mutuelle de l'artisanat et des activités de proximité

### **SECTEUR PRIVÉ NON FINANCIER**

Assemblée permanente des chambres de métiers et de l'artisanat (APCMA)

Chambre de Commerce et d'Industrie de Paris-Ile de France

Confédération Générale des Petites et Moyennes Entreprises (CGPME)

Coe-Rexecode

Fédération des Industries Mécaniques

Groupe des Fédérations industrielles (GFI)

Mouvement des Entreprises de France (MEDEF)

Union Professionnelle Artisanale (UPA)

### **SECTEUR PUBLIC**

Banque de France

Bpifrance

Direction Générale des Entreprises

Direction Générale du Trésor

Institut National de la Statistique et des Etudes Economiques (INSEE)

## Annexe 2 : Un portrait-robot de l'entreprise de taille intermédiaire en France

**Selon l'Insee<sup>44</sup>, la France compte environ 4 800 entreprises de taille intermédiaire (ETI)<sup>45</sup>.** Celles-ci représentent respectivement 23% et 24% de la valeur ajoutée<sup>46</sup> et de l'emploi du secteur marchand (hors agriculture et secteur marchand). **Leur orientation demeure résolument industrielle (35% des ETI). Par ailleurs, leur implantation s'observe sur l'ensemble du territoire.** De par leur taille, ces entreprises sont plus aptes à s'internationaliser : selon les douanes, elles ne représenteraient que 4% des exportateurs mais 33% des exportations françaises de biens (dont 78% sont réalisées par des ETI industrielles).

**La population des ETI est hétérogène.** Les critères de définition étant larges, la notion d'ETI recouvre deux types d'entreprises :

Des ETI très proches du seuil des PME (250 salariés ou 50 M€ de chiffre d'affaires) : plus des deux tiers des 3 200 ETI dites « nationales » (à capitaux français) emploieraient entre 250 et 500 salariés, et seulement 12% emploieraient plus de 1 000 salariés<sup>47</sup>. Ces petites ETI seraient plus souvent familiales et/ou patrimoniales.

Des ETI plus grandes et internationalisées, plus souvent industrielles et/ou détenues par des capitaux étrangers. Parmi celles-ci, figurent des entreprises dominant des marchés de niche à l'échelle mondiale, que certains auteurs qualifient parfois de « champions cachés » et dont le nombre est difficile à quantifier.

### **Une analyse en comparaison internationale s'avère difficile**

Les comparaisons internationales en matière de démographie d'entreprises sont à considérer avec précaution. Ces comparaisons se fondent sur des statistiques au niveau des unités légales, et ne tiennent pas compte des choix d'organisation juridique qui peuvent amener une entreprise à être composée de plusieurs unités légales. D'après l'Insee, le fait de raisonner au niveau des groupes économiques, et non des unités légales, réduit sensiblement le nombre d'entreprises considérées comme de taille intermédiaire, beaucoup d'unités légales de cette taille étant en fait des filiales de grands groupes<sup>48</sup>. Les

<sup>44</sup> Cf. « Les entreprises en France », INSEE, 2014

<sup>45</sup> Le décret n°2008-1354 définit les ETI comme les entreprises « jouissant d'une certaine autonomie de décision, notamment pour l'affectation de [leurs] ressources courantes », qui ne sont pas des PME et qui respectent les deux conditions suivantes : (i) effectifs inférieurs à 5000 salariés et (ii) chiffre d'affaires inférieur à 1,5 Md€ ou total du bilan n'excédant pas 2 Md€.

<sup>46</sup> Hecquet V. (2014) : « Les entreprises de taille intermédiaire en France – Très orientées vers l'industrie », INSEE Focus, n° 5, avril 2014.

<sup>47</sup> Pons Y. et J. Sebban (2010), « Les ETI nationales, patrimoniales pour les deux tiers, sont proches des PME par la taille mais plus performantes à l'exportation », le 4 Pages de la DGCI n°8, mai.

<sup>48</sup> Voir Béguin J-M, Hecquet V. et J. Lemasson (2012), « Un tissu productif plus concentré qu'il ne semblait », Insee Première n°1399, mars 2012. Le nombre d'unités légales respectant les critères d'effectif, de chiffre d'affaires et de bilan (mais pas d'indépendance) identiques à ceux des ETI peut être estimé à 6 500 (source : ESANE 2009, chiffrage DG Trésor).

ordres de grandeur régulièrement cités dans le débat public (deux fois moins d'ETI en France qu'en Allemagne ou au Royaume-Uni) proviennent d'une étude d'Ernst & Young<sup>49</sup>, qui souffre de cette lacune méthodologique. Par ailleurs, les comparaisons internationales ne tiennent pas compte des différences de spécialisation sectorielle des pays, alors que les entreprises de l'industrie sont généralement plus grandes que celles des services ou du commerce. A cet égard, le faible nombre d'ETI en France par rapport à l'Allemagne reflète entre autres un phénomène de désindustrialisation plus marqué.

Une étude du Crédit agricole<sup>50</sup> essaie de contourner ce biais, en mobilisant la base de données européenne d'informations financières (Amadeus). Cette source est nettement moins exhaustive que l'ensemble des statistiques publiées par l'Insee, et le Crédit Agricole ne retrouve pas le même nombre d'ETI que l'INSEE. Ces résultats sont donc à interpréter avec précaution. Cette étude aboutit à la conclusion que les ETI en France représentent une part plus faible du tissu économique en France qu'en Allemagne ou en Italie, que cette comparaison soit faite en nombre d'entreprises, en emploi ou en valeur ajoutée.

#### Utilisation de la base Amadeus à des fins de comparaison européenne du tissu des ETI

	Allemagne	France	Italie	Espagne
<b>Nombre total d'entreprises</b>	353 179	296 359	311 673	218 765
<b>Nombre total d'entreprises sélectionnées*</b>	243 210	97 284	216 642	158 082
<b>ETI</b>	<b>8 955</b>	<b>3 120</b>	<b>6 633</b>	<b>4 559</b>
<b>PME</b>	230 672	93 907	209 743	153 252
<b>Grandes entreprises</b>	3 583	257	266	271
<i>en % - part dans le total des entreprises</i>				
<b>ETI</b>	<b>3,7</b>	<b>3,2</b>	<b>3,1</b>	<b>2,9</b>
<b>PME</b>	94,8	96,5	96,8	96,9
<b>Grandes entreprises</b>	1,5	0,3	0,1	0,2

\* Entreprises ayant déclaré un effectif en 2011

Sources : Amadeus, Crédit Agricole SA

<i>Part dans l'emploi total, en %</i>	Allemagne	France	Italie	Espagne
<b>ETI</b>	<b>24</b>	<b>16</b>	<b>32</b>	<b>28</b>
<b>PME</b>	27	19	41	32
<b>Grandes entreprises</b>	49	65	27	40

Sources : Amadeus, Crédit Agricole SA

<i>Part dans la valeur ajoutée totale, en %</i>	Allemagne	France	Italie	Espagne
<b>ETI</b>	<b>28</b>	<b>16</b>	<b>33</b>	<b>27</b>
<b>PME</b>	14	17	29	22
<b>Grandes entreprises</b>	58	68	38	51

Sources : Amadeus, Crédit Agricole SA

**Une étude publiée par Bpifrance en juin 2014 « ETI 2020, trajectoires de croissance » permet de mieux caractériser les ETI françaises.**

Par analogie avec le Mittelstand allemand, il s'agirait essentiellement **d'entreprises « transgénérationnelles inscrites dans la durée**, marquant leur attachement à une activité spécialisée, soucieuses du lien entre savoir-faire et expertise, attentives à préserver l'ancrage dans leur territoire d'origine ». Elles démontreraient également une plus grande

<sup>49</sup> Ernst & Young (2010), « Agir pour la croissance en Europe, performances des entreprises patrimoniales en Europe ».

<sup>50</sup> Crédit agricole (2014) « France - ETI : bilan, impact, enjeux ».

capacité à s'adapter à la conjoncture que les PME, grâce à l'interpénétration des différentes fonctions de l'entreprise (conception, fabrication, marketing). L'étude rappelle par ailleurs que les ETI les plus grandes et internationalisées appartiennent plus souvent à des groupes étrangers, ce qui serait à la fois le résultat d'implantations ex nihilo et de rachats.

L'étude insiste sur **le faible nombre d'ETI ou de champions cachés en France par rapport à l'Allemagne**. Tout en soulignant les limites méthodologiques des comparaisons internationales en matière de démographie d'entreprises, les auteurs reprennent les résultats d'une étude récente suggérant un manque d'entreprises de taille moyenne par rapport à l'Allemagne<sup>51</sup>. Ils reprennent également les chiffres du professeur Hermann Simon concernant les « champions cachés », définis comme des entreprises peu visibles, ayant un chiffre d'affaires inférieur à 3 Md€ et positionnées sur des marchés de niche. Selon H. Simon, l'Allemagne compterait environ 1 300 « champions cachés » (soit 16 par million d'habitants), contre 75 pour la France (1,1 par million d'habitants).

**Plusieurs « signaux d'alerte » au sujet des ETI sont également mentionnés.** S'appuyant sur des chiffres de la Coface<sup>52</sup>, elle mentionne que le taux de défaillances des ETI aurait dépassé celui des PME depuis 2011 (1% contre 0,8%).

**L'étude de Bpifrance aborde en outre le thème des stratégies de croissance des ETI.** Il s'agit à la fois de mieux distinguer les ressorts de la croissance des ETI et d'identifier leurs besoins en matière de financement et d'investissement. Réalisée à partir d'une base de données sur les ETI<sup>53</sup> et d'un questionnaire auprès de 635 d'entre elles<sup>54</sup>, pesant un peu plus de 100 Md€ de chiffre d'affaires cumulé, cette étude identifie cinq segments d'ETI selon leur potentiel de croissance : les « hexagonales optimistes », les « résistantes en sursaut », les « leaders mondialisés », les « serial innovantes », et les « routinières à l'heure du choix » (cf. figure ci-dessous).

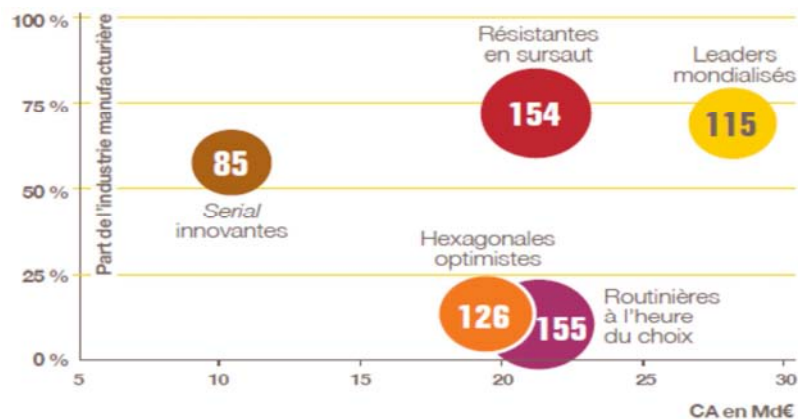
<sup>51</sup> Source : Kohler D. et J-D Weisz (2012), « Pour un nouveau regard sur le Mittelstand », Rapport au FSI, Documentation française, page 15. Le graphique construit par les auteurs repose sur les données relatives aux unités légales et non celles relatives aux groupes d'entreprises.

<sup>52</sup> Source : Coface (2013), « Les ETI françaises : pourquoi sont-elles si fragiles ? ».

<sup>53</sup> Construite à partir de données diverses (base Diane, Altares, publications).

<sup>54</sup> Le questionnaire a été envoyé à 4 000 dirigeants d'ETI mais seulement 635 réponses se sont avérées finalement exploitables. Les analystes de Bpifrance ont redressé cet échantillon en fonction des régions et des secteurs, pour rendre les résultats représentatifs de la population d'ETI dans son ensemble.

### Positionnement des 5 segments en fonction de la part de l'industrie manufacturière et du chiffre d'affaires cumulé



Source : reproduit à partir de l'étude de Bpifrance « ETI 2020, trajectoires de croissance », juin 2014.

NB : les chiffres indiqués dans les bulles correspondent au nombre d'entreprises dans l'échantillon. En abscisse figure le chiffre d'affaires cumulé des entreprises de chaque bulle, en ordonnée la proportion d'ETI de la bulle qui appartiennent à l'industrie manufacturière

Parmi les 635 entreprises, l'étude identifie 93 « champions », définis en combinant des critères quantitatifs (CA, marges) et qualitatifs. **Ces champions se distinguent notamment par leurs modes de financement, avec un recours plus important à l'endettement et aux fonds propres.**

**Enfin, malgré leur importance pour l'économie, quelques idées reçues sur les ETI méritent d'être corrigées.**

**Les ETI ne contribuent pas de façon disproportionnée aux créations d'emplois.** En France, les créations nettes d'emplois sont surtout le fait des unités légales indépendantes jeunes et/ou sans salariés. En revanche, de par leur poids dans le tissu économique, les défaillances d'ETI peuvent avoir des répercussions importantes sur l'emploi au niveau d'un territoire<sup>55</sup>.

Si les performances des ETI en matière d'innovation, d'exportation et de productivité sont effectivement supérieures à celles des PME, **le sens de la causalité entre taille et performance des entreprises n'est pas établi.** Il est possible que les ETI soient plus grosses que des PME parce qu'elles sont plus performantes, aussi bien que l'inverse.

<sup>55</sup> Picart C. (2006), « Les gazelles en France », Insee, Document de travail de la Dese, n°2006/02. Les gazelles sont définies comme les 5% d'unités légales connaissant la croissance des effectifs la plus élevée sur une période donnée.

## Annexe 3 : Revue de littérature sur les « gazelles »

### a) Différentes méthodologies ont pu être utilisées pour définir les gazelles :

- **La méthode de sélection dépend notamment des indicateurs retenus, du caractère relatif ou absolu des seuils de sélection, et du niveau de sélectivité.**

Selon les différentes études, plusieurs définitions de la croissance des PME ont été avancées. Elles varient notamment selon les critères retenus pour les identifier.

Pour une entreprise **les indicateurs** révélant le fait de grandir et se développer peuvent être assez variables :

- Des indicateurs physiques : surface, nombre de bâtiments ou d'établissement
- Des indicateurs humains (effectifs)
- Des indicateurs économiques (chiffre d'affaires, valeur ajoutée, résultats, masse salariale)
- Des indicateurs financiers (création de valeur, valorisation boursière).

Le choix du cadre temporel a également une forte influence sur les résultats obtenus :

- Instantané : d'une année sur l'autre
- Sur une moyenne période (deux à trois ans)
- Sur une longue période (supérieure à cinq ans)

Au-delà des indicateurs choisis, le recensement des « entreprises de forte croissance » (ou « gazelles ») peut se fonder sur un critère de **performance « relative »** ou un **critère de performance « absolue »** :

- **Un critère de performance « relative » apparaît plus pertinent d'un point de vue économique mais plus difficile à mettre en œuvre.** Il s'agirait par exemple de retenir, au sein d'un secteur ou d'une catégorie de taille, les 5% d'entreprises ayant connu la croissance des effectifs la plus forte sur 3 années consécutives (critère retenu par Picart (2006) sur les PME). Une telle méthode permet de tenir compte de l'hétérogénéité propre à chaque catégorie d'entreprise. Toutefois, **recenser les « gazelles » à partir de critères nécessite des informations exhaustives** rarement disponibles sur l'ensemble du tissu d'entreprises.
- **Un critère de performance « absolue » est plus pratique mais devrait mécaniquement conduire à favoriser certains secteurs ainsi que les entreprises jeunes et/ou de petite taille.** La pertinence d'un critère absolu dépend notamment du lien entre taille et croissance : à ce jour, aucun consensus ne s'est dégagé pour



valider ou infirmer la thèse de Robert Gibrat (1931), selon qui la croissance d'une entreprise est indépendante de sa taille. Certains travaux montrent que cette loi ne s'appliquerait pas aux jeunes et/ou petites entreprises (Coad et Nightingale, 2014<sup>56</sup>). D'autres études, réalisées sur longue période, signalent que la croissance nette de l'emploi est surtout le fait des entreprises jeunes et/ou sans salariés<sup>57</sup> : un critère absolu de croissance des ventes ou des effectifs devrait donc conduire à surpondérer les entreprises jeunes et/ou de petite taille.

Quel que soit le critère utilisé (relatif ou absolu), le nombre d'entreprises de forte croissance recensées dépend en partie de choix arbitraires, notamment du **niveau de sélectivité désiré** (5% ou 10% d'entreprises les plus performantes par exemple).

- **Trois exemples récents de définitions utilisées pour décrire les gazelles.**

Plusieurs études sur données françaises se sont intéressées aux entreprises en forte croissance. Elles les ont identifiées *a posteriori* (une fois leur phase de croissance constatée) en utilisant des critères de performances « relatifs ».

Dans le manuel de statistiques sur la démographie d'entreprises<sup>58</sup>, Eurostat et l'OCDE proposent leur définition des entreprises en forte croissance, reprise par la Banque de France dans son analyse portant sur les « PME en forte croissance » (2012). Cette définition postule qu'une entreprise est en forte croissance si le taux de croissance annuel moyen sur trois ans de son chiffre d'affaires ou de ses effectifs est supérieur à 20 % :

$$\sqrt[3]{\frac{CA_{(t)}}{CA_{(t-3)}}} - 1 \geq 20 \%$$

Le critère du chiffre d'affaires est ici préféré à celui de l'emploi par la Banque de France. En effet, la Banque de France recense chaque année les bilans de 250 000 unités légales, ces données reflétant surtout le comportement financier des entreprises : les informations relatives à l'emploi ne conviennent pas dans la mesure où seul l'emploi est comptabilisé, et n'est d'ailleurs pas nécessairement renseigné. Or, le travail temporaire peut être un outil de croissance et de développement pour les petites entreprises. Celui-ci n'étant pas comptabilisé, on ne peut identifier parfaitement la croissance des entreprises sur la base de ce critère.

Dans l'étude « *les PME qui grandissent* » (2009), réalisée par le cabinet KPMG, les entreprises qui « sur-performent » représentent 10 % des PME françaises et sont celles qui ont une croissance quatre fois supérieure à la croissance moyenne de leur activité sur cinq ans et dont le chiffre d'affaires est compris entre 10 et 300 millions d'euros.

Les PME en forte croissance sont sélectionnées sur la période 2002-2005 selon le principe suivant :

<sup>56</sup> Coad et Nightingale (2014), « Muppets and gazelles: political and methodological biases in entrepreneurship research »

<sup>57</sup> Jérôme Accardo et Christian Cordellier (2013), « Les entreprises indépendantes d'un groupe : un renouvellement continu et important », Insee Première N° 1438 - mars 2013

<sup>58</sup> Source : Eurostat-OCDE (2007), « Manual on business Demography Statistics »

- Sélection des unités légales classées en PME indépendantes en 2002 selon les critères de la LME ;
- Cylindrage de l'échantillon de 2002 à 2005 ;
- Une unité légale est considérée comme étant en forte croissance si elle respecte l'inégalité suivante :

$$\sqrt[3]{\frac{CA_{(t)}}{CA_{(t-3)}}} - 1 \geq 4 * \left( \sqrt[3]{\frac{CA \text{ du secteur}_{(t)}}{CA \text{ du secteur}_{(t-3)}}} - 1 \right)$$

Picart (2006) définit les gazelles comme les 5% d'unités légales pérennes ayant connu la croissance la plus élevée de leurs effectifs sur une période donnée. L'étude porte sur la période 1993 – 2003 et sur le champ des unités légales employant initialement entre 20 et 249 salariés (qualifiées de « Siren PME » par simplification<sup>59</sup>) et soumises à l'imposition au bénéfice réel normal (BRN) ou simplifié (RSI). Il distingue les « gazelles de fond » (croissance la plus élevée sur une période de 10 ans) et les « gazelles de course » (période de 5 ans).

**a) principaux faits stylisés présentés dans la littérature :**

**- Une croissance relativement rare et non continue**

Dans son étude sur les gazelles (5 % de sociétés connaissant la croissance des effectifs la plus élevée et employant initialement entre 20 et 250 salariés), Picart (2006) parvient notamment aux résultats suivants :

- La croissance des gazelles sur dix ans est le plus souvent concentrée sur quelques années. Pour plus de la moitié (55%) des gazelles identifiées sur la période 1993-2003, les deux « pics » de croissance sont consécutifs ou séparés d'une seule année.
- La croissance des petites sociétés a un caractère plus éphémère. Alors que les entreprises les plus petites (moins de 50 salariés) ont le taux de croissance le plus élevé à court terme (1 ou 2 ans), les PME de taille intermédiaire (50 à 99 salariés) affichent les meilleures performances à moyen terme (4 à 8 ans). Selon l'auteur, ce constat peut à la fois découler d'erreurs de mesure des effectifs pour les unités légales les plus petites ou de la plus grande fragilité des emplois créés par les petites sociétés.
- La France compte peu de gazelles avec une croissance régulière et soutenue des effectifs sur longue période (dites gazelles au sens de « Birch »).
- Près d'un tiers des entreprises définies comme « gazelles » sur la période 1998 – 2003 n'existaient pas en 1993.

<sup>59</sup> L'auteur n'applique donc pas la définition des entreprises donnée par le décret n°2008-1354, dans la mesure où les entités recensées ne jouissent pas nécessairement d'une « certaine autonomie de décision, notamment pour l'affectation de [leurs] ressources courantes ».

- **Un profil d'entreprises en croissance bien spécifique**

Les entreprises à forte croissance sont relativement jeunes. D'après une étude de KPMG (2009), les PME en forte croissance sont nettement plus jeunes que les PME familiales (29 ans contre 47 ans) et 46 % avaient moins de 15 ans en 2006. Ce résultat trouve également confirmation dans l'étude de Picart (2006), qui signale que parmi les unités légales sélectionnées, les jeunes entreprises sont plus fréquemment des gazelles<sup>60</sup>. Ce sont essentiellement des PME de taille moyenne liées à des groupes, surtout présentes dans le commerce et les services aux entreprises

- **L'innovation joue un rôle clef dans le processus de forte croissance**

De récentes études ont souligné la relation existant entre le développement de nouveaux produits et la compétitivité de l'entreprise<sup>61</sup>. Un manque d'entreprise de taille moyenne peut révéler le fait que trop d'entreprises ne disposent pas de meilleures techniques productives leur permettant de conquérir des marchés éloignés (fonction de production peu efficace). Cela peut provenir d'un effort insuffisant de R&D d'une part et d'une trop faible diffusion des innovations faites dans les autres entreprises d'autre part.

Selon l'étude de la Banque de France, « les PME en forte croissance » (2012), la part d'entreprises en croissance, labélisées reconnues innovantes par Oséo (actuellement Bpifrance) apparaît plus importante pour les firmes en croissance : 0,8 % d'entre elles (soit 35 unités légales) se sont vues attribuer le label « d'entreprise innovante » sur la période 2006-2010, contre 0,1 % (65 unités légales) pour les entreprises classiques.

L'innovation occupe donc une place importante dans la stratégie du chef d'entreprise en croissance, comme le confirme l'analyse réalisée par KPMG (2009) : pour 71 % d'entre eux, les dirigeants des PME en croissance accordent une place importante à l'innovation et donnent une place primordiale aux ressources humaines (93 %) et aux systèmes d'information.

---

<sup>60</sup> Ce résultat tient notamment à la méthode de sélection utilisée : focaliser l'analyse sur les sociétés pérennes conduit par construction à ne retenir que les jeunes sociétés les plus performantes (celles qui parviennent à se maintenir sur le marché). Le chiffre d'affaires de ces dernières est souvent plus dynamique que celui des sociétés matures, ce qui peut à la fois traduire un phénomène de rattrapage et / ou la capacité des jeunes entreprises à mieux exploiter les nouvelles tendances de marché.

<sup>61</sup> Source : « Innover pour résister à la crise ou se développer à l'export », Insee Première N° 1420- octobre 2012.

## Annexe 4 : Entreprises au sens de la LME

À l'exception des grands groupes automobiles qui sont profilés à partir d'échanges avec les constructeurs et la Direction des Statistiques d'Entreprise de l'INSEE, l'entreprise au sens de la LME est définie par la Banque de France comme l'enveloppe comprenant toutes les unités légales possédant la même tête de groupe. Certaines variables de bilan et de compte de résultats (capitaux propres, endettement financier, charges d'intérêts...) sont retraitées pour la présence de doubles comptes à partir des données disponibles relatives au financement intragroupe. En l'absence de retraitement, une variable est sommée sur toutes les unités légales appartenant à un groupe pour obtenir sa valeur au niveau de l'entreprise.

Le secteur attribué à un groupe est celui de l'unité légale qui réalise le plus grand chiffre d'affaires au niveau du groupe, à condition que le poids de cette unité en chiffre d'affaires au niveau du groupe dépasse 50%. Dans le cas où la part de chiffre d'affaires est inférieure à 50%, le secteur du groupe est attribué sur le critère des effectifs, toujours à condition que la part en termes d'effectifs dépasse 50%. Si cette condition n'est toujours pas réalisée, on revient au classement par chiffre d'affaires, en retenant le secteur de l'unité légale dont la part de chiffre d'affaires est la plus forte.

Il est possible une fois les données retraitées de classer les entreprises selon leur taille au sens de la LME:

- Une **microentreprise** est une entreprise dont l'effectif est inférieur à 10 personnes et dont le chiffre d'affaires ou le total du bilan annuel n'excède pas 2 millions d'euros.
- Une **petite ou moyenne entreprise (PME)** est une entreprise dont l'effectif est inférieur à 250 personnes et dont le chiffre d'affaires annuel n'excède pas 50 millions d'euros ou le total de bilan n'excède pas 43 millions d'euros.
- Une **entreprise de taille intermédiaire (ETI)** est une entreprise qui n'appartient pas à la catégorie des PME, dont l'effectif est inférieur à 5000 personnes et dont le chiffre d'affaires annuel n'excède pas 1 500 millions d'euros ou le total de bilan n'excède pas 2000 millions d'euros.
- Une **grande entreprise** est une entreprise qui n'est pas classée dans les catégories précédentes.

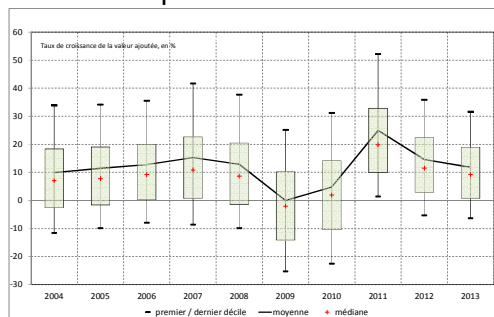
## Annexe 5 : La méthode d'analyse financière : les principaux ratios utilisés

<b>RENDEMENT</b>	
Taux de variation du chiffre d'affaires .....	%
Taux de variation de la valeur ajoutée .....	%
Taux d'exportation .....	%
Rendement de la main-d'œuvre .....	K€
Rendement du capital d'exploitation .....	%
<b>INVESTISSEMENT</b>	
Taux d'investissement d'exploitation .....	%
Taux d'autofinancement .....	%
<b>BESOINS EN FONDS DE ROULEMENT</b>	
Poids des BFR d'exploitation en jours de CA .....	J
Poids du crédit interentreprises en jours de CA .....	J
Poids des stocks en jours de CA .....	J
Délais de règlement clients en jours de CA .....	J
Délais de règlement fournisseurs en jours d'achats .....	J
<b>RÉSULTATS ET RENTABILITÉ</b>	
Taux de marge	
Rentabilité brute du capital d'exploitation .....	%
Rentabilité nette du capital d'exploitation .....	%
Rentabilité financière des capitaux propres .....	%
Rentabilité nette des capitaux propres .....	%
<b>RÉPARTITION DU REVENU GLOBAL</b>	
Personnel .....	%
État .....	%
Prêteurs .....	%
Actionnaires et associés .....	%
Taux d'épargne .....	%
<b>STRUCTURE FINANCIÈRE</b>	
Poids des capitaux propres appelés .....	%
Taux d'endettement financier (sur capitaux propres) .....	%
Taux d'endettement financier net (sur capitaux propres) ...	%
Taux d'endettement financier (sur valeur ajoutée) .....	%
Endettement bancaire sur valeur ajoutée .....	%
Part des dettes bancaires dans l'endettement financier .....	%
Part des obligations dans l'endettement financier .....	%
Part des autres dettes dans l'endettement financier .....	%
Part du groupe et des associés (inférieure à un an) dans l'endettement financier .....	%
Part des concours bancaires courants dans l'endettement bancaire .....	%
<b>SOLVABILITÉ ET AUTONOMIE FINANCIÈRE</b>	
Coût apparent de l'endettement .....	%
Capacité d'endettement .....	%
Poids des intérêts dans l'excédent brut global .....	%
Chiffre d'affaires (Année N) / Chiffre d'affaires (N-1) -1	
Valeur ajoutée (Année N) / Valeur ajoutée (N-1) -1	
Chiffre d'affaires à l'exportation / Chiffre d'affaires	
Valeur ajoutée (non retraitée des charges de personnel extérieur) / effectifs permanents	
Valeur ajoutée / capital d'exploitation	
Investissements d'exploitation / valeur ajoutée	
Autofinancement / investissement d'exploitation	
Besoins en fonds de roulement d'exploitation / chiffre d'affaires HT * 360	
Crédit interentreprises / chiffre d'affaires HT* 360	
Stocks / chiffre d'affaires HT* 360	
Clients - avances et acomptes reçus + effets escomptés / chiffre d'affaires, taxes comprises * 360	
Fournisseurs - avances et acomptes versés / achats et charges externes, taxes comprises * 360	
Excédent brut d'exploitation / valeur ajoutée	
Excédent brut d'exploitation / capital d'exploitation	
Excédent net d'exploitation / capital d'exploitation	
Capacité d'autofinancement nette / capitaux propres appelés	
Résultat net comptable / capitaux propres appelés	
Charges de personnel et participation / revenu global	
Impôts et taxes + impôts sur les sociétés / revenu global	
Intérêts et charges assimilées + quote-part frais financiers des loyers de crédit- bail / revenu global	
Dividendes / revenu global	
Autofinancement / revenu global	
Capitaux propres appelés / total des ressources	
Endettement financier / capitaux propres appelés	
Endettement financier net / capitaux propres appelés	
Endettement financier / valeur ajoutée	
Endettement bancaire / valeur ajoutée	
Dettes bancaires / endettement financier	
Obligations / endettement financier	
Autres dettes / endettement financier	
Dettes auprès du groupe et des associés inférieure à un an / endettement financier	
Concours bancaires / endettement bancaire	
Intérêts et charges assimilées + quote-part frais financiers des loyers de crédit- bail / endettement financier	
Capacité d'autofinancement / endettement financier	
Intérêts et charges assimilées + quote-part frais financiers des loyers de crédit- bail / Excédent brut global	

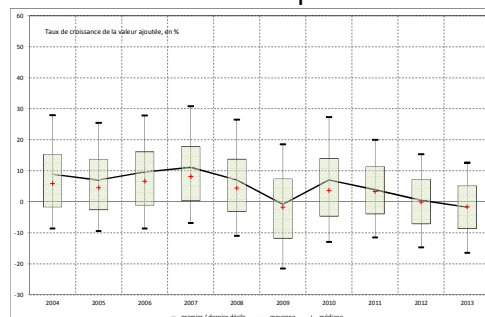
Source : Banque de France, Dossier statistique de la situation des entreprises en 2013

## Annexe 6 : Graphiques sectoriels

Figure 1 : Taux de croissance de la valeur ajoutée dans le secteur de l'industrie (en %)  
Entreprises en croissance      Autres entreprises

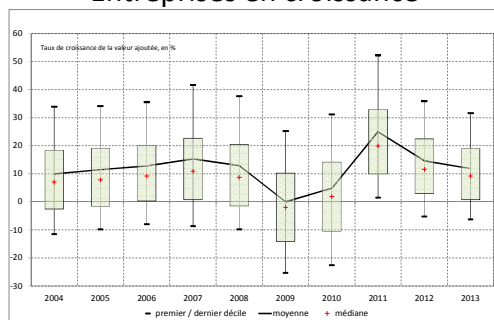


Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

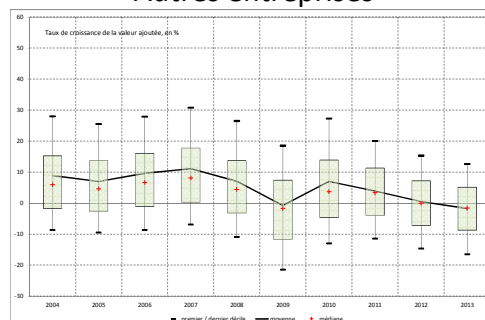


Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

Figure 2 : Taux de croissance de la valeur ajoutée dans le secteur du commerce (en %)  
Entreprises en croissance      Autres entreprises

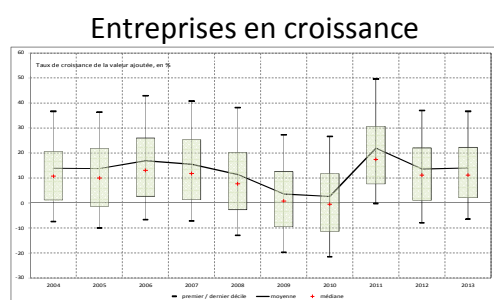


Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

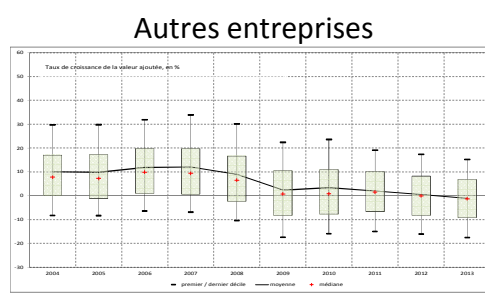


Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

Figure 3 : Taux de croissance de la valeur ajoutée dans le secteur de la construction (en %)  
Entreprises en croissance      Autres entreprises

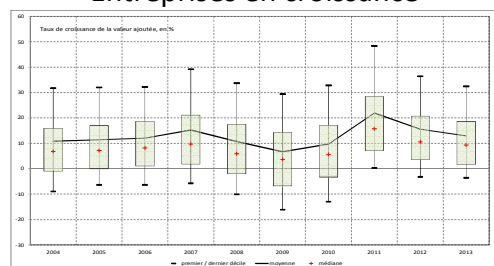


Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

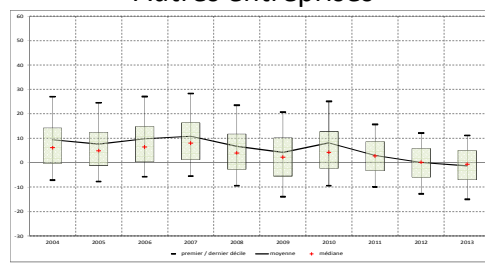


Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

Figure 4 : Taux de croissance de la valeur ajoutée dans le secteur des « services » (en %)  
Entreprises en croissance      Autres entreprises

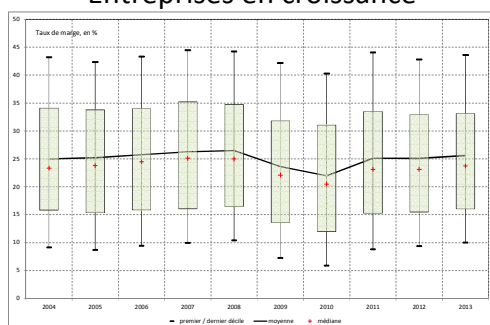


Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013



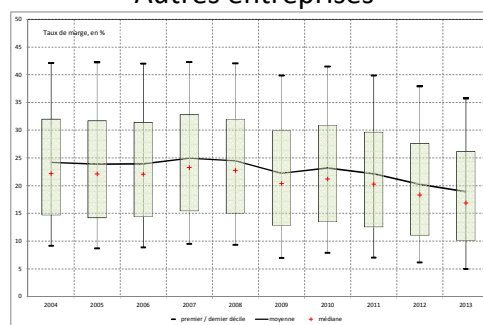
Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

Figure 5 : Taux de marge dans le secteur de l'industrie  
Entreprises en croissance



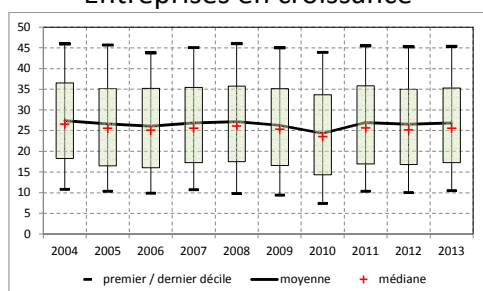
Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

Autres entreprises



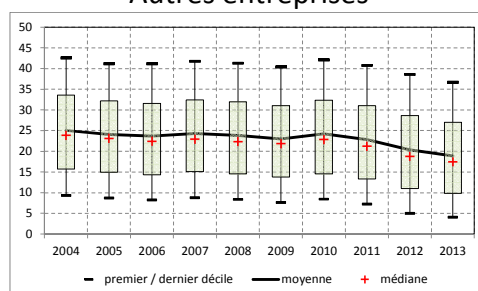
Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

Figure 6 : Taux de marge dans le secteur du commerce (en %)  
Entreprises en croissance



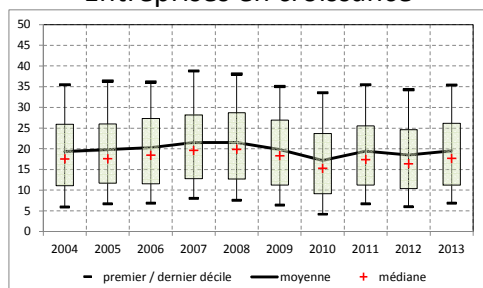
Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

Autres entreprises



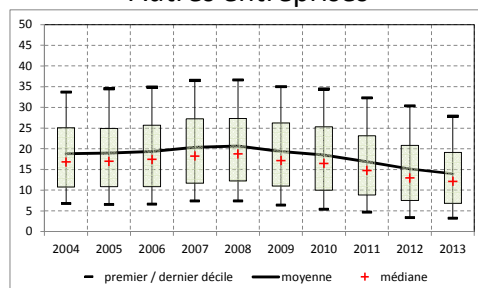
Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

Figure 7 : Taux de marge dans le secteur de la construction (en %)  
Entreprises en croissance



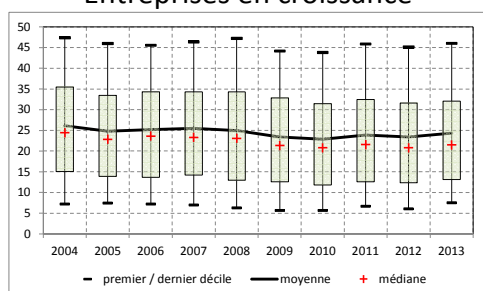
Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

Autres entreprises



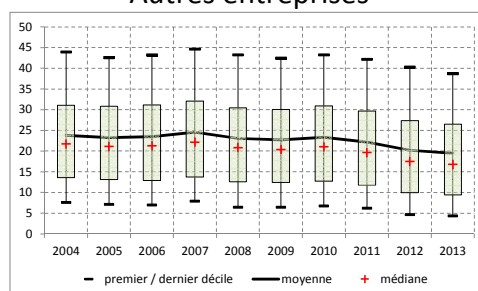
Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

Figure 8 : Taux de marge dans le secteur des « services » (en %)  
Entreprises en croissance



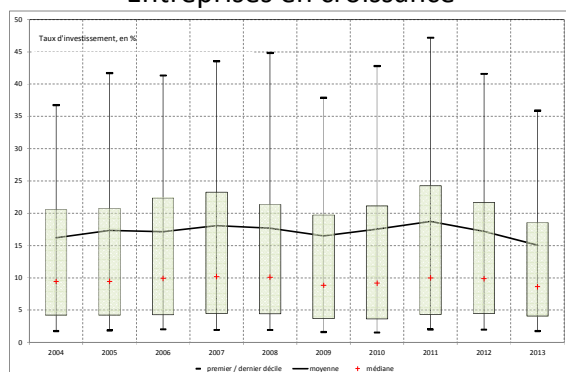
Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

Autres entreprises



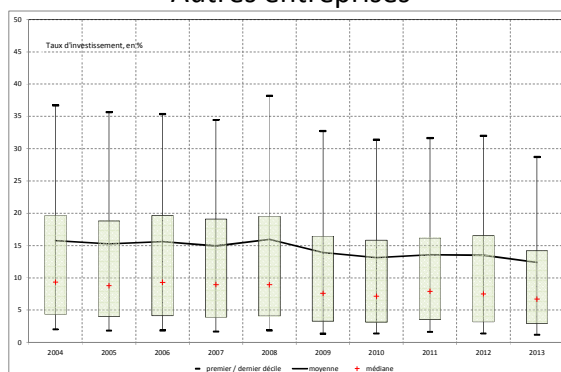
Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

**Figure 9 : Taux d'investissement dans le secteur de l'industrie (en %)**  
**Entreprises en croissance**



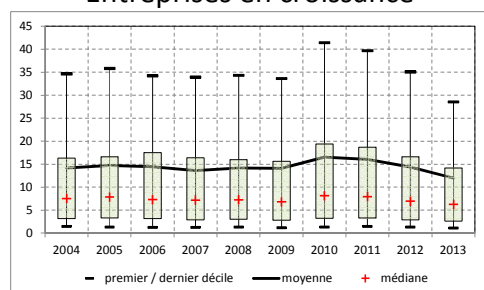
Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

**Autres entreprises**



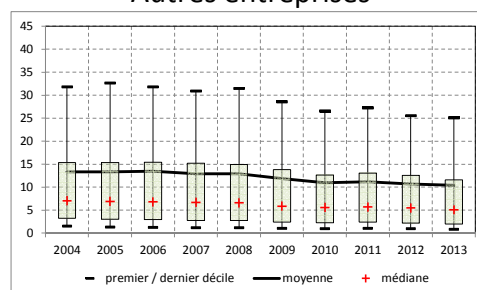
Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

**Figure 10 : Taux d'investissement dans le secteur du commerce (en %)**  
**Entreprises en croissance**



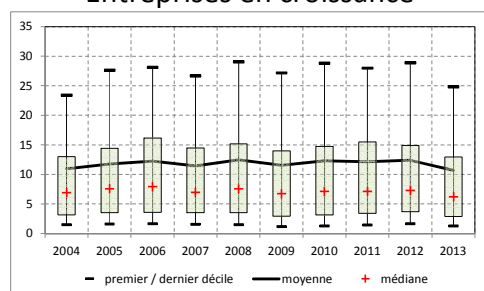
Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

**Autres entreprises**



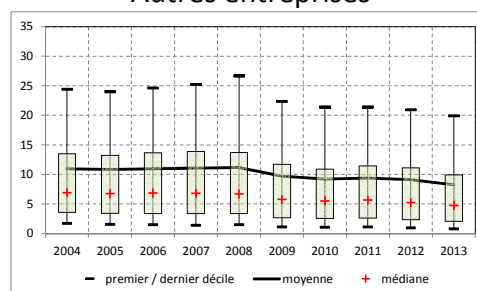
Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

**Figure 11 : Taux d'investissement dans le secteur de la construction (en %)**  
**Entreprises en croissance**



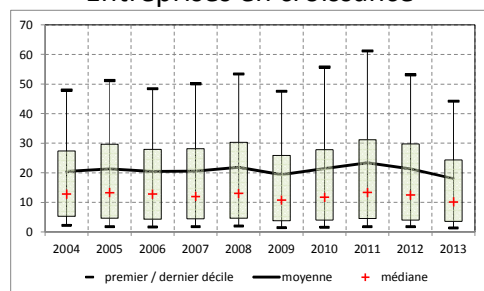
Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

**Autres entreprises**



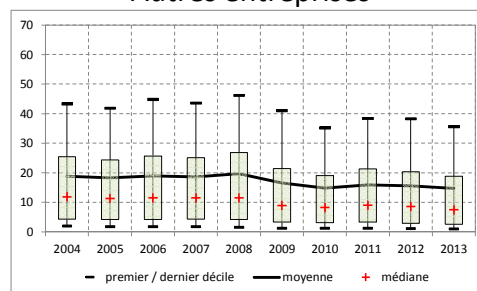
Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

**Figure 12 : Taux d'investissement dans le secteur des « services » (en %)**  
**Entreprises en croissance**



Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

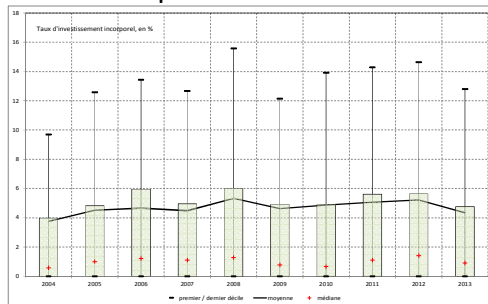
**Autres entreprises**



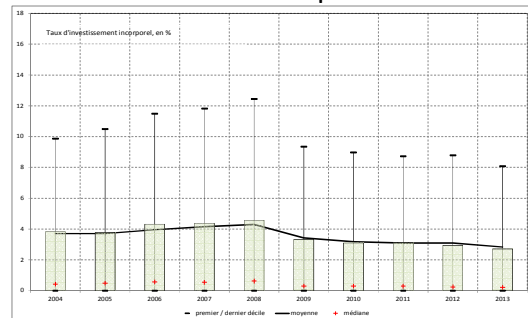
Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013



Figure 13 : Taux d'investissement incorporel dans le secteur de l'industrie (en %)  
Entreprises en croissance      Autres entreprises

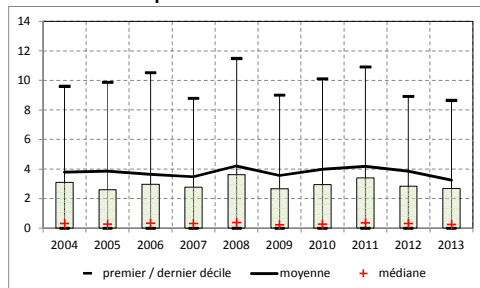


Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

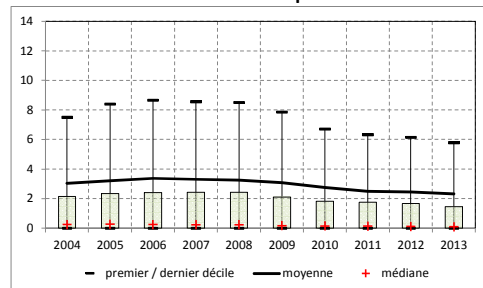


Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

Figure 14 : Taux d'investissement incorporel dans le secteur du commerce (en %)  
Entreprises en croissance      Autres entreprises

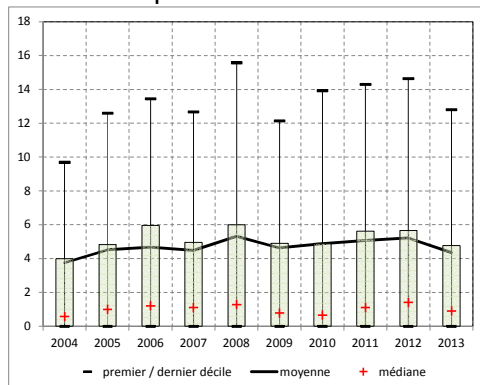


Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

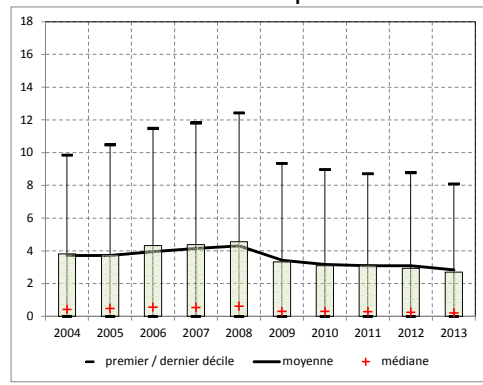


Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

Figure 15 : Taux d'investissement incorporel dans le secteur de la construction (en %)  
Entreprises en croissance      Autres entreprises

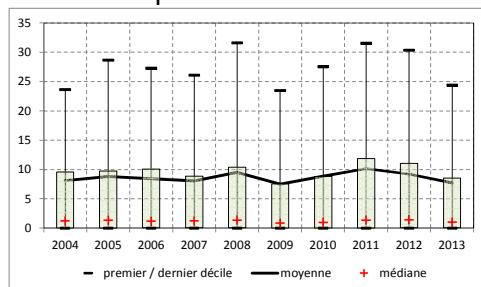


Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

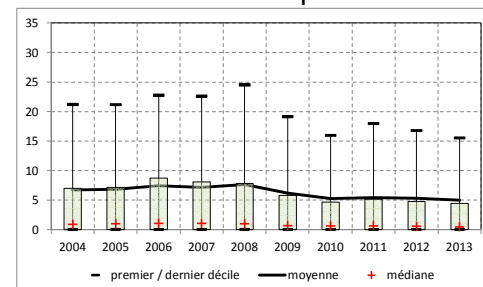


Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

Figure 16 : Taux d'investissement incorporel dans le secteur des « services » (en %)  
Entreprises en croissance      Autres entreprises

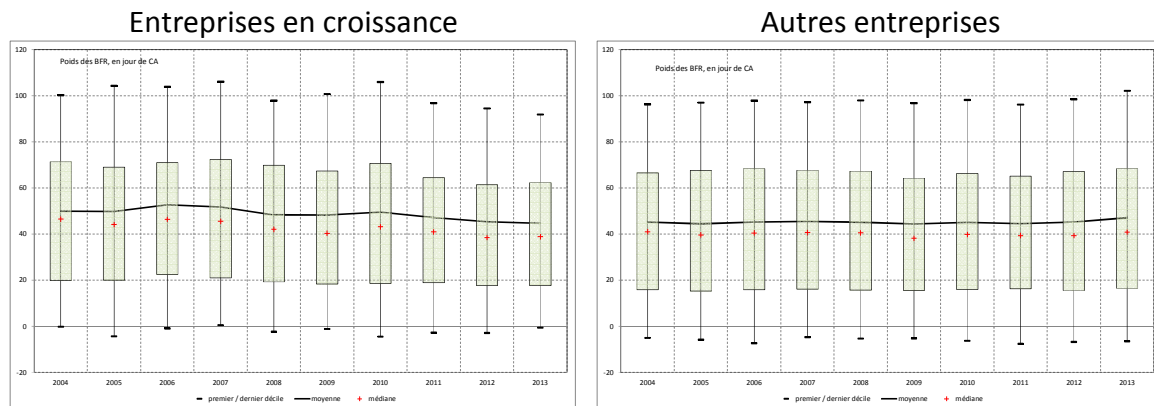


Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013



Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

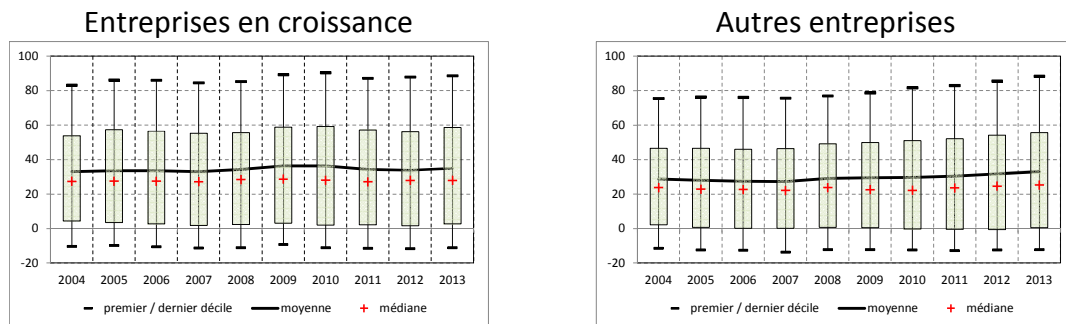
Figure 17 : Poids du besoin de fonds de roulement dans le secteur de l'industrie  
(en %)



Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

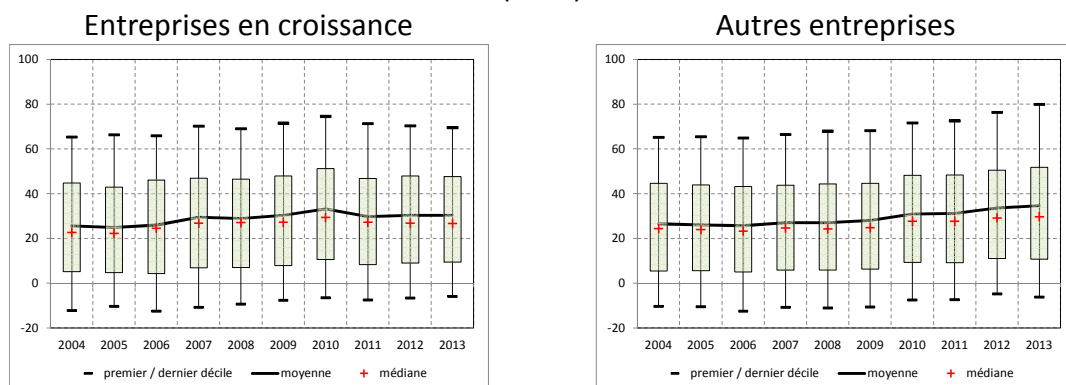
Figure 18 : Poids du besoin de fonds de roulement dans le secteur du commerce  
(en %)



Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

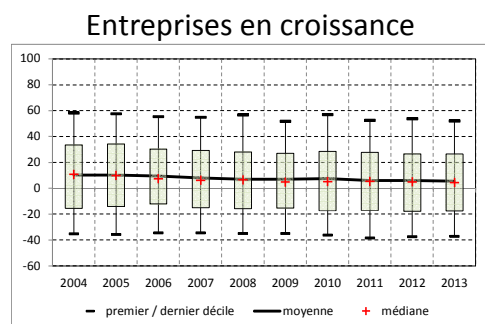
Figure 19 : Poids du besoin de fonds de roulement dans le secteur de la construction  
(en %)



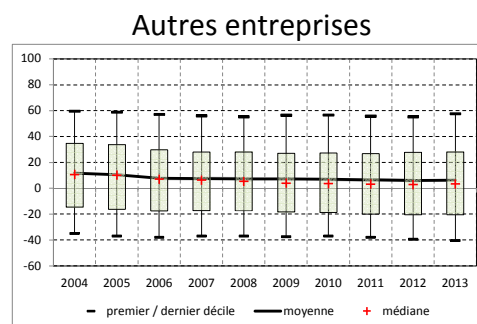
Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

Figure 20 : Poids du besoin de fonds de roulement dans le secteur des « services »  
(en %)

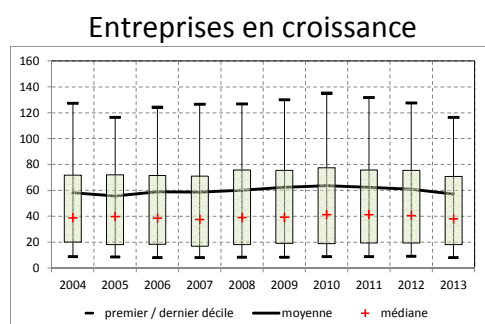


Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

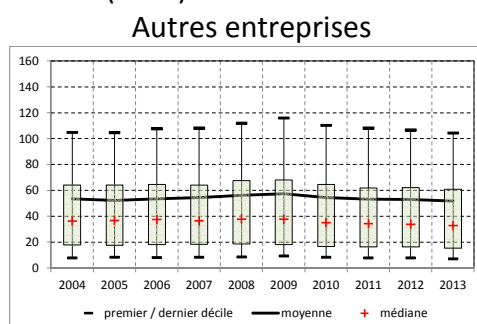


Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

Figure 21 : Taux d'endettement (endettement / valeur ajoutée)  
dans le secteur de l'industrie (en %)

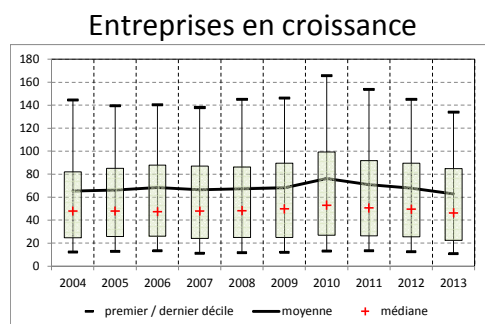


Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

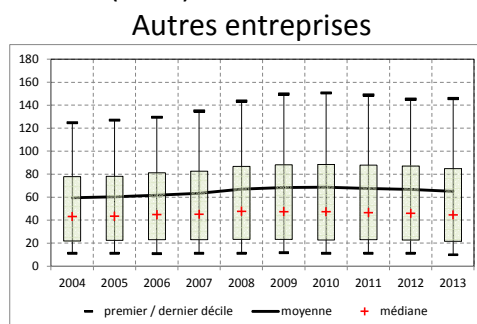


Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

Figure 22 : Taux d'endettement (endettement / valeur ajoutée)  
dans le secteur de commerce (en %)

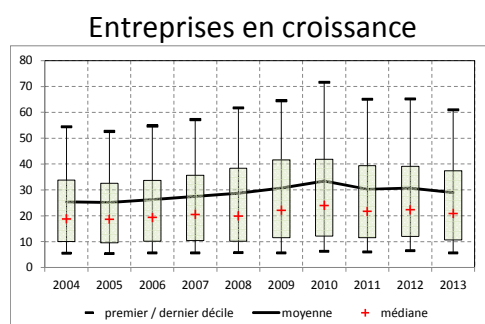


Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

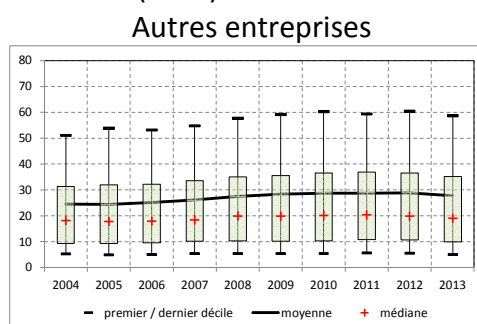


Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

Figure 23 : Taux d'endettement (endettement / valeur ajoutée)  
dans le secteur de la construction (en %)



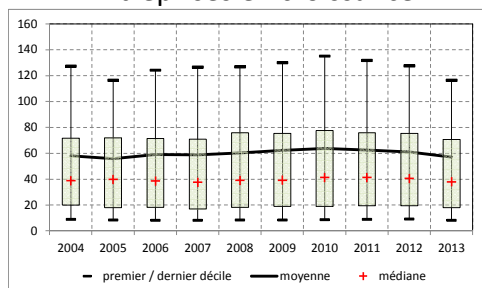
Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013



Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

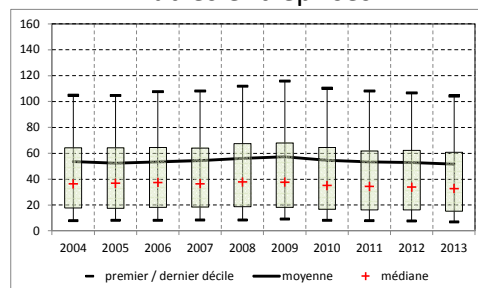
Figure 24 : Taux d'endettement (endettement / valeur ajoutée)  
dans le secteur des « services » (en %)

Entreprises en croissance



Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

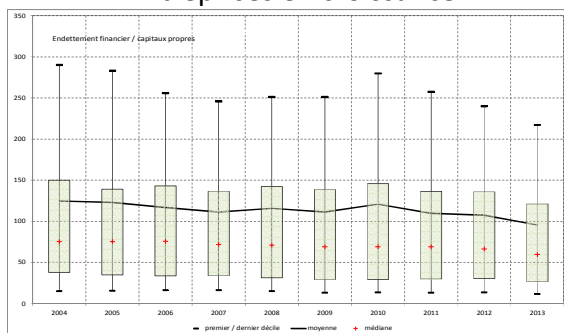
Autres entreprises



Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

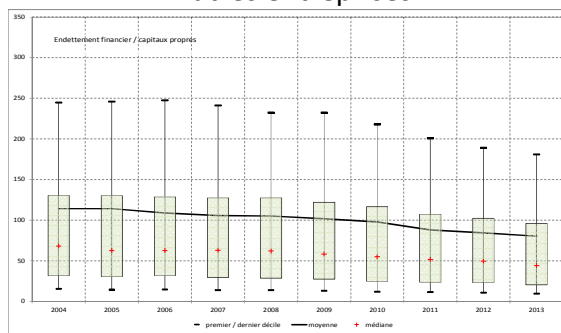
Figure 25 : Taux d'endettement (rapporté aux capitaux propres)  
dans le secteur de l'industrie (en %)

Entreprises en croissance



Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

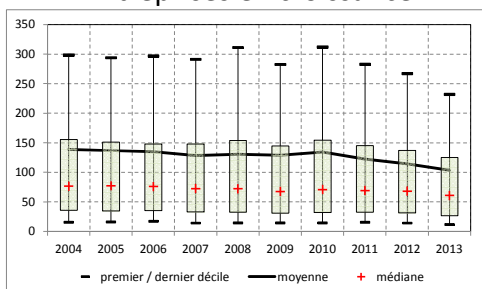
Autres entreprises



Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

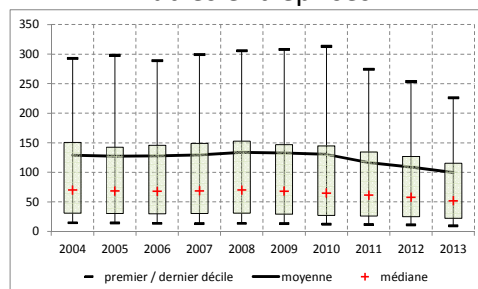
Figure 26 : Taux d'endettement (rapporté aux capitaux propres)  
dans le secteur du commerce (en %)

Entreprises en croissance



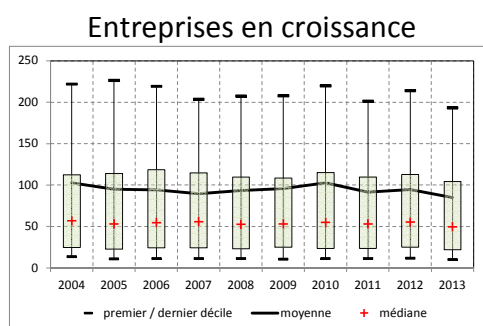
Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

Autres entreprises

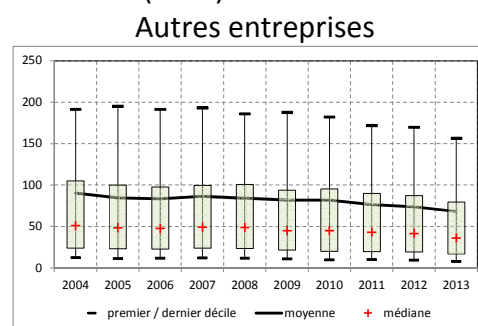


Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

Figure 27 : Taux d'endettement (rapporté aux capitaux propres)  
dans le secteur de la construction (en %)

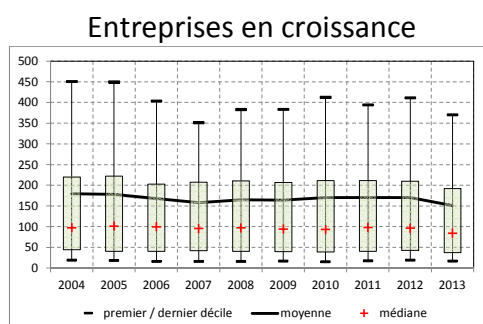


Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

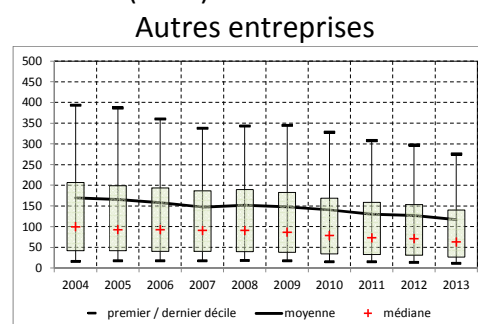


Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

Figure 28 : Taux d'endettement (rapporté aux capitaux propres)  
dans le secteur des « services » (en %)

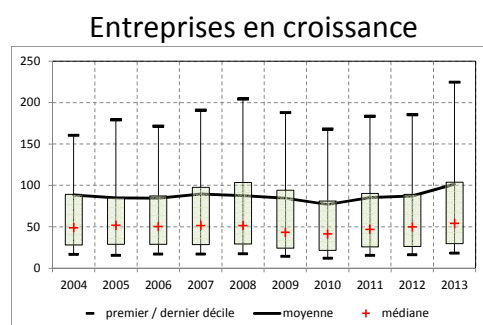


Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

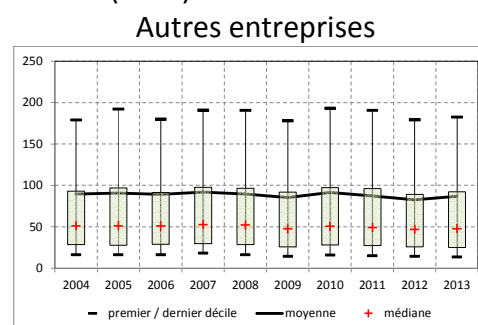


Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

Figure 29 : Capacité d'endettement (rapporté à la valeur ajoutée)  
dans le secteur de l'industrie (en %)

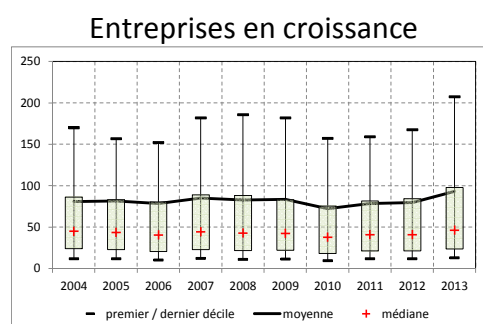


Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

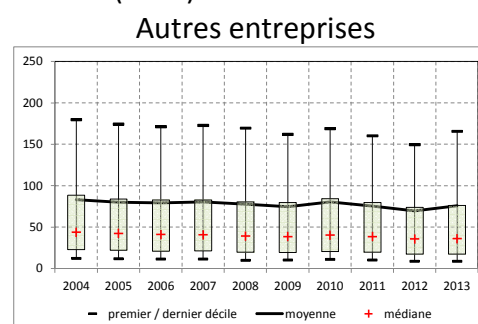


Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

Figure 30 : Capacité d'endettement (rapporté à la valeur ajoutée)  
dans le secteur du commerce (en %)



Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013



Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

Figure 31 : Capacité d'endettement (rapporté à la valeur ajoutée)  
dans le secteur de la construction (en %)

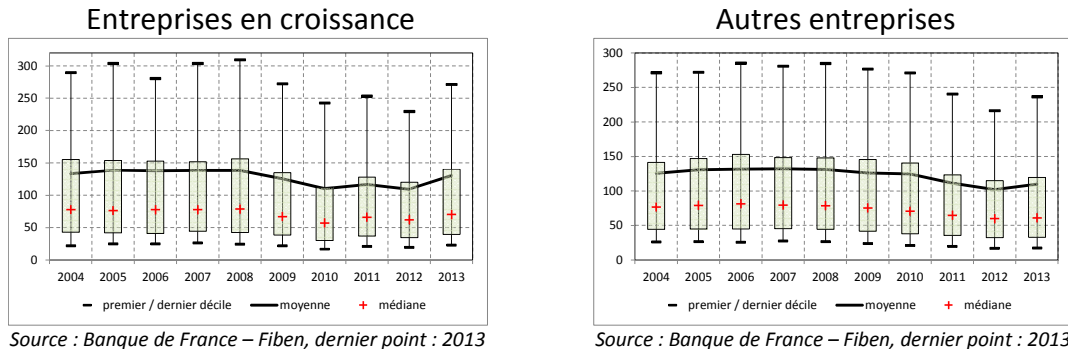


Figure 32 : Capacité d'endettement (rapporté à la valeur ajoutée)  
dans le secteur des services (en %)

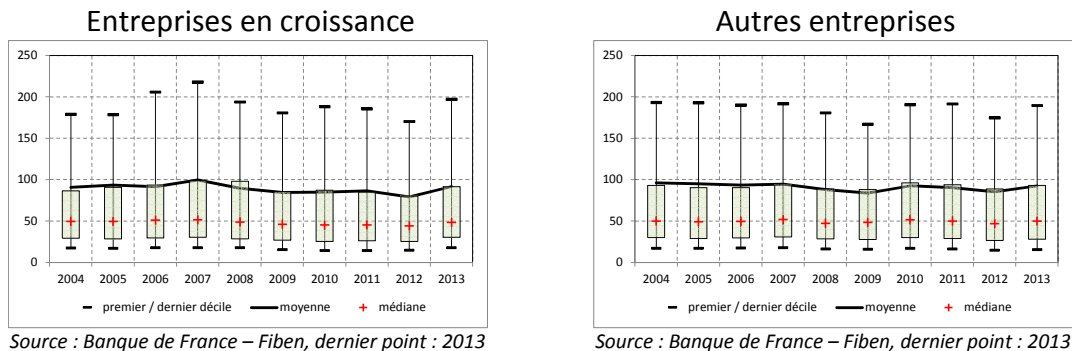
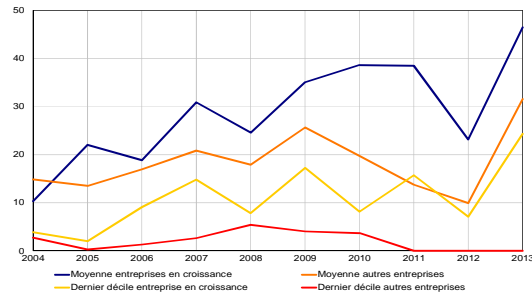


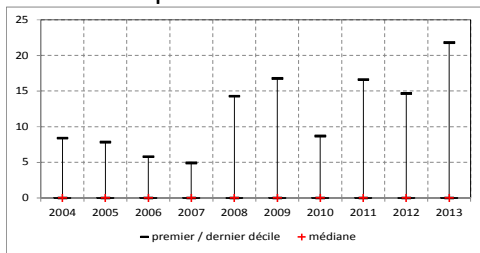
Figure 33 : Taux de croissance du capital des capitaux propres  
(capital social et primes d'émission) dans le secteur de l'industrie, (en %)



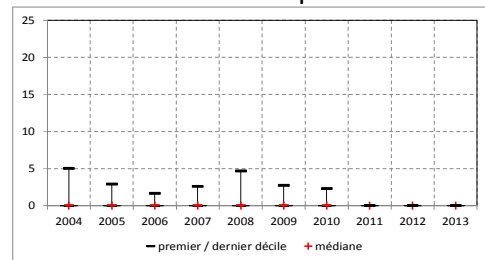
Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

La croissance du capital social et des primes d'émission est ici utilisée pour refléter les augmentations de capital. Pour les entreprises en croissance, comme pour les autres entreprises, la moyenne de la croissance du capital social est chaque année supérieure au dernier décile parce qu'elle est « tirée » par quelques augmentations de capital très importantes. Entre 2011 et 2013, la nullité du dernier décile pour les « autres entreprises » traduit le fait que moins de 10% de ces entreprises ont ouvert leur capital.

Figure 34 : Taux de croissance du capital des capitaux propres  
(capital social et primes d'émission) dans le secteur du commerce (en %)  
Entreprises en croissance      Autres entreprises

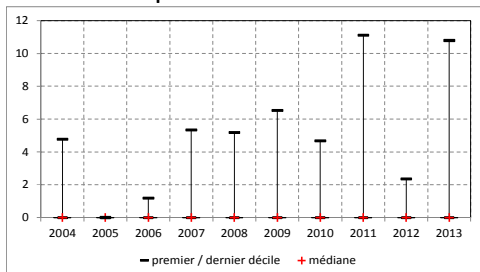


Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

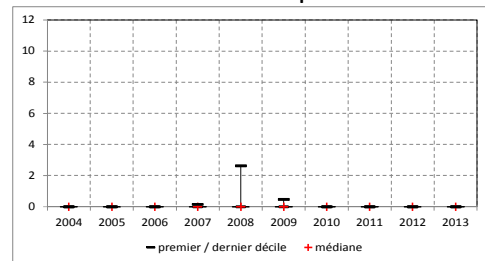


Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

Figure 35 : Taux de croissance du capital des capitaux propres  
(capital social et primes d'émission) dans le secteur de la construction (en %)  
Entreprises en croissance      Autres entreprises

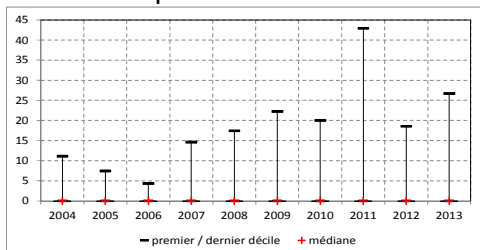


Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

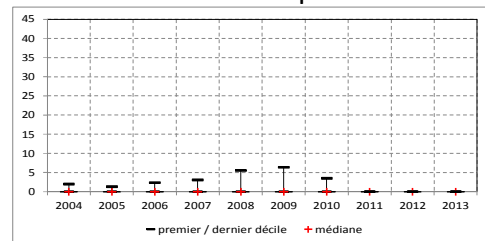


Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

Figure 36 : Taux de croissance du capital des capitaux propres  
(capital social et primes d'émission) dans le secteur des « services » (en %)  
Entreprises en croissance      Autres entreprises



Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013



Source : Banque de France – Fiben, dernier point : 2013

## Annexe 7 : Quelques résultats de la littérature économique sur les modalités de financement des PME

La théorie du **financement hiérarchique** est assez centrale dans la littérature de la structure du capital. Développée par Myers (1984)<sup>62</sup>, elle est fondée notamment sur l'asymétrie d'information qui existe entre les dirigeants de l'entreprise (qui connaissent la valeur de l'entreprise, son capital économique et humain, les efforts qu'ils font et les risques qu'ils sont prêts à prendre), et les prêteurs et investisseurs, qui, en étant extérieurs à l'entreprise ont moins d'information à cet égard.

Cette asymétrie d'information génère un coût lors de la mise en œuvre d'un financement parce que les apporteurs de fonds doivent recueillir de l'information leur permettant de savoir s'ils doivent prêter ou investir et mettre en place des incitations visant à maximiser le rendement de leurs investissements ou prêts.

Selon cette théorie, **les dirigeants adoptent une politique financière qui a pour but de minimiser ces coûts et hiérarchisent leurs préférences selon la séquence suivante : 1) autofinancement, 2) dette et 3) augmentation de capital.**

Les coûts liés à l'asymétrie d'information sont en effet nuls pour l'autofinancement (pas d'intervention d'acteur extérieur), plus élevés pour le financement par la dette (le prêteur prend le risque que tout son capital prêté ne soit pas remboursé et que les garanties qu'il a prises doivent être utilisées), et encore plus élevés pour le financement en capital : l'investisseur prend un risque fort que son capital perde complètement sa valeur si l'entreprise fait faillite, tout en ayant des chances que son capital prenne énormément de valeur si au contraire sa rentabilité et ses perspectives s'améliorent.

Concrètement, cela se traduit par le fait que nombre de PME ne souhaitent emprunter que lorsque les besoins de financement de leur investissement dépassent les flux de trésorerie générés en interne. Et si les fonds internes sont insuffisants, ils préfèrent recourir à la dette plutôt qu'à l'augmentation de capital, car la dette a l'avantage de réduire le degré de dépendance de l'entreprise à l'égard des autres apporteurs de capitaux, ce qui leur permet de garder le contrôle et le pouvoir de décision.

**A l'inverse, d'autres études<sup>63</sup> ont montré que le dirigeant peut utiliser sa capacité d'endettement comme un signal positif.** D'après Ross (1977), l'entreprise qui a un niveau d'endettement plus élevé envoie ainsi un signal positif à l'ensemble des partenaires extérieurs, lié au fait qu'elle a convaincu son établissement de crédit de lui prêter et qu'elle parvient à faire face à ses échéances de dette. Ce signal lui est favorable vis-à-vis de l'ensemble de ses partenaires : fournisseurs, clients, autres financeurs. Une PME a donc

<sup>62</sup> Myers (1984), « Capital structure puzzle », The Journal of Finance

<sup>63</sup> Stephen A. Ross (1977), « The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach », The Bell Journal of Economics »



d'après cette théorie intérêt à recourir à la dette plutôt qu'à l'autofinancement, quand cela lui est possible.

Enfin, certaines analyses théoriques font notamment dépendre la propension des PME à s'endetter d'autres facteurs. Ainsi, il est fréquent de considérer que **les PME recourent moins à l'endettement au fur et à mesure que leur cycle de vie les conduit de la jeunesse à la maturité**<sup>64</sup>.

---

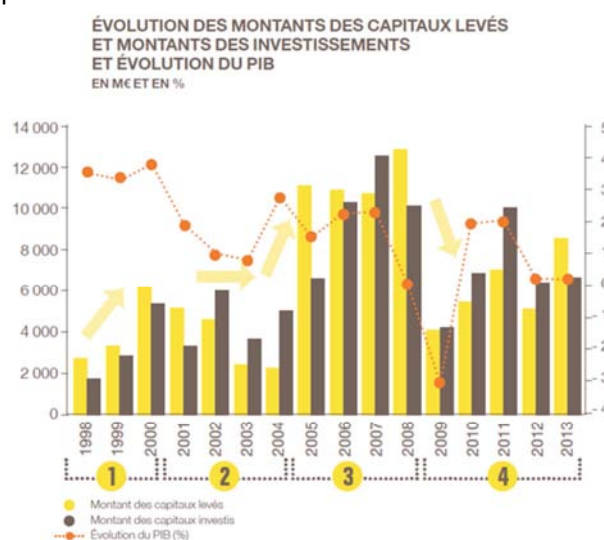
<sup>64</sup> P.Adair & M.Adaskou (2011), « Théorie financière et endettement des PME en France, une analyse en panel », Revue internationale PME : économie et gestion de la petite et moyenne entreprise, vol. 24, n°3-4, 2011, p.137-171

## Annexe 8 : Rôle de Bpifrance dans le capital investissement

L'intervention publique dans le secteur du capital investissement répond à 3 constats majeurs :

- Le premier est que cette activité financière est sensible aux fluctuations économiques et financières ; elle suit l'évolution du PIB : pendant les périodes de forte activité ou de croissance de l'activité, le montant des capitaux levés est supérieur au montant des capitaux investis : cette classe d'actifs attire les investisseurs. Inversement les années suivant les crises économiques, période d'incertitude pour les investisseurs : cette classe d'actifs attire moins, les capitaux levés par les fonds sont inférieurs aux capitaux investis. Dans cette situation la capacité d'investissement des fonds français dans les années qui suivent est fragilisée.
- Ensuite, les fonds propres sont déterminants pour les TPE, PME pour financer leur développement et les étapes stratégiques de leur développement. Or cette catégorie d'entreprises, en particulier lorsqu'elles sont innovantes, connaît des difficultés plus importantes à augmenter leur fonds propres.
- Enfin, la faible liquidité et le fort risque pour les investisseurs rend l'émergence de ce marché plus délicate et l'attractivité des investisseurs sur cette classe d'actifs dépend de nombreux paramètres (équipes de gestion performantes, projets de qualité, capacité des fonds à suivre les entreprises dans la durée...).

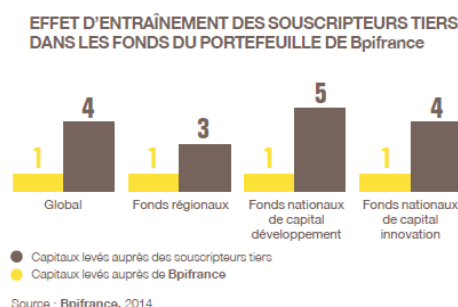
Dès lors, les institutions publiques, à travers la Caisse des Dépôts dès 1994, puis Bpifrance aujourd'hui sont à la fois stabilisatrices et moteurs en intervenant dans ce secteur.



Source : 20 ans de capital investissement en France 1994 – 2014, Bpifrance, 2014

L'intervention de Bpifrance répond à 4 principaux objectifs :

- Entraîner les souscripteurs tiers à investir à ses côtés dans des fonds de capital investissement gérés par des sociétés de gestion privées. Sur la période 1994 – 2014, lorsque Bpifrance investit 1€, les souscripteurs tiers en investissent 4.



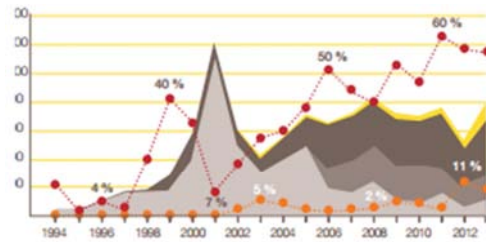
Source : 20 ans de capital investissement en France 1994 – 2014, Bpifrance, 2014

- Accompagner la professionnalisation des sociétés de gestion : pendant la première décennie,

un effort de structuration et de professionnalisation des nouvelles équipes de gestion ou d'équipes de gestion intervenant sur de nouveaux segments, était nécessaire. Aujourd'hui, le marché est structuré, les équipes de gestion sont performantes : Bpifrance consacre désormais ses efforts à la consolidation des équipes existantes les plus performantes ou proposant des stratégies d'investissement innovantes.

- Jouer un rôle de financeur contracyclique : notamment à travers sa politique de fonds directs qui permet une intervention plus réactive et rapide pour répondre à certains besoins, une couverture de certains segments ou secteurs non suffisamment couverts par le marché, et une accélération du déploiement du marché
- Comblent les défaillances de marché : le rôle de Bpifrance est, à cet égard déterminant sur la partie capital-innovation. Bpifrance est présent dans la quasi-totalité des fonds de capital-innovation français. Plus de 90% des montants investis dans les entreprises, hors fonds fiscaux, sont le résultat de l'activité des fonds de capital innovation souscrits tout ou partie par Bpifrance.

MONTANTS INVESTIS DANS LES ENTREPRISES  
EN CAPITAL INNOVATION  
EN M€



Source : Bpifrance, AIC, 2014<sup>(1)</sup>.

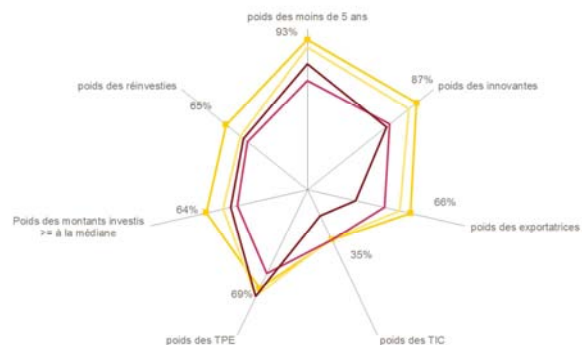
- Montant investi par les fonds gérés par Bpifrance
- Montant investi par les fonds partenaires de Bpifrance
- Montant investi par les FCP / FIP
- Montant investi par les autres acteurs du marché (hors FCP / FIP)
- Poids des montants investis par les fonds partenaires de Bpifrance
- Poids des montants investis par les fonds gérés par Bpifrance

(1) Les données sur les montants investis par les FCP et les FIP ne sont pas disponibles avant 2006.

Source : 20 ans de capital investissement en France 1994 – 2014, Bpifrance, 2014

Le profil des entreprises investies par des fonds de capital innovation reflète à la fois le niveau de risque élevé de ce segment et le fort potentiel de croissance des entreprises : ¼ des entreprises meurt dans les 10 années suivant l'investissement mais la même proportion réalise en 10 ans une croissance de son chiffre d'affaires de plus de 20% par an.

Les plus belles trajectoires de croissance sont celles d'entreprises qui exportent plus et qui sont investies dans la durée avec des montants importants.



Source : 20 ans de capital investissement en France 1994 – 2014, Bpifrance, 2014

## Références bibliographiques

- Accardo.J et Cordellier.C (2013), « Les entreprises indépendantes d'un groupe : un renouvellement continu et important », Insee Première N° 1438 - mars 2013
- Adair.P & Adaskou.M (2011), « Théorie financière et endettement des PME en France, une analyse en panel », Revue internationale PME : économie et gestion de la petite et moyenne entreprise, vol. 24, n°3-4, 2011, p.137-171
- Albornoz.F, Calvo-Pardo.H-F, Corcos.G., Ornelas.E (2013) « Sequential exporting » Journal of International Economics 88, 122–145.
- Allen N. Berger and Gregory F. Udell (1998), « The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle », Journal of Banking and Finance Volume 22, 1998
- Allouche.J, Amann.B (1997), « Le triomphe du capitalisme familial », L'Expansion Management Review, n° 85 p. 92.
- Amit.R & Villalonga.B (2006), « How do family ownership, control and management affect firm value? », Journal of Financial Economics, 80(2):385-417.
- Anderson.R, Reeb.D (2003), « Founding family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500 », Journal of Finance, 58(3):1301-1327.
- Bach.L (2009), « Les transmissions d'entreprise héréditaires sont-elles moins efficaces ? Le cas de la France entre 1997 et 2002 », Revue Economique, 60(3):787-796.
- Bach.L, Serrano-Velarde.N (2009), « The Power of Dynastic Commitment », Oxford University Centre for Business Taxation Working Paper 09-24.
- Banque de France (2011), « Les entreprises en 2010 : une situation en demi-teinte », Bulletin de la Banque de France n°186, 4ème trimestre.
- Béguin.J-M, Hecquet.V & Lemasson.J (2012), « Un tissu productif plus concentré qu'il ne semblait », Insee Première n°1399- mars 2012.
- Bennedsen.M, Nielsen.K, Perez-Gonzales.F & Wolfenzon.D (2007), « Inside the family firm: the role of families in succession decisions and performance », Quarterly Journal of Economics, 122, 647-691.
- Besbes.L & Younes.B, « le rôle de la dette à court terme dans la structure du capital : cas des entreprises françaises », mimeo.
- Betbèze.J-P & Saint-Étienne.C (2006), «Une stratégie PME pour la France ».
- Beylat.J-L & Tambourrin.P (2013), « L'innovation, un enjeu majeur pour la croissance, dynamiser la croissance des entreprises innovantes ».
- Blondel C., Rowell N., Van der Heyden L. (2002), « Prevalence of patrimonial firms on Paris stock exchange: analysis of the top 250 companies in 1993 and 1998 », INSEAD Working Paper.
- Boussa.N (2000), « Dénaturation de la PME et apport de la théorie financière moderne : une application économétrique sur données de panel ».
- Boutin.X, Cestone.G, Fumagalli.C, Pica.G & Serrano-Velarde.N (2013), « The deep-pocket effect of internal capital markets. Journal of Financial Economics 109, 122–145 ».
- Bouvier. A (2012), « Innover pour résister à la crise ou se développer à l'export », Insee Première N° 1420- octobre 2012.
- BPCE l'Observatoire (2011), « Quand les PME changent de mains : microscopie et enjeux de la cession-transmission ».

Bpi France et DGE (2015), 5ème étude de conjoncture des ETI, Bpi France et DGE (2015).

Bricongne, J.-C., Fontagné, L., Gaulier, G., Taglioni, D., Vicard, V., 2012. Firms and the global crisis: French exports in the turmoil. *Journal of International Economics* 87, 134–146.

Cabannes P-Y, Cottet.V, Dubois.Y, Lelarge.C et Sicsic.M (2013), « Les ajustements des entreprises françaises pendant la crise de 2008 / 2009 », INSEE, L'économie française, édition 2013.

Cabannes, Cottet, Dubois, Lelarge, et Sicsic (2013) dans « Les ajustements des entreprises françaises pendant la crise de 2008/2009 ».

Centre sur la productivité et la prospérité (2014), « Série croissance des PME ».

Coad A. et P. Nightingale (2014), « Muppets and gazelles: political and methodological biases in entrepreneurship research », *Industrial and Corporate Change*, 23 (1): 113-143.

Coface (2013), « Les ETI françaises : pourquoi sont-elles si fragiles ? ».

Crédit agricole (2014) « France - ETI : bilan, impact, enjeux ».

D. Birch (2002) « Small Business: Slump? What Slump? ».

DGE (2009), rapport final des experts, « Overview of family-business-relevant issues: research, networks, policy measures and existing studies ».

Ernst & Young (2010), « Agir pour la croissance en Europe, performances des entreprises patrimoniales en Europe ».

Eudeline & al (2014), « En France, l'investissement des entreprises repartira-t-il en 2014 ? »

FBN International (2008), « Pilot Family Business Monitor ».

France Digitale (2014), « Boosting digital startup financing in Europe ».

France stratégie (2014) « Y a-t-il un retard d'investissement en France et en Europe depuis 2007 ? »

Gallois.L (2012), « Pacte pour la compétitivité de l'industrie française ».

Gersick K., Davis J., McCollom H., Landsberg I. (1997), « Generation to generation: life cycles of the family business », Harvard Business School Press.

Hamelin A. (2009), « Do small family businesses have a peculiar attitude toward growth? Evidence from French SMEs », CEB working paper n°09/032.

Hecquet V. (2014) : « Les entreprises de taille intermédiaire en France – Très orientées vers l'industrie », INSEE Focus, n° 5- avril 2014.

Holtz-Eakin D., Joulfaian D., Rosen H. (1993), « The Carnegie conjecture: some empirical evidence », *Quarterly Journal Of Economics*, pp. 413-435.

Insee (2014) « Les entreprises en 2014 », collection « Insee Références »- novembre 2014

Kohler D et Weisz. J-D (2012), « Pour un nouveau regard sur le Mittelstand », Rapport au FSI, Documentation française

KPMG Entreprises (2008), « Risques et Opportunités de la transmission des entreprises industrielles ».

KPMG-EFB (2014) « Baromètre européen des entreprises familiales », juin 2014

Lefilliatre.D (2007), « caractéristiques économiques et financières des entreprises en forte croissance », observatoire des entreprises, Banque de France

Levratto.N, Tessier.L, Zouikri M. (2011) « L'innovation fait-elle partie des déterminants de la croissance des entreprises, une analyse sur données françaises entre 1997 et 2007 ? », publié dans PME, dynamiques entrepreneuriales et innovation, Paris, Economica.

Loiseau.H (2001), « Des groupes de la taille d'une PME : un phénomène en plein essor », INSEE Première n°764.

M. Brun & F.Chai (2012), « Les PME en forte croissance », Observatoire des entreprises, Banque de France

Mayer.T, Ottaviano.G-I-P. (2007). "The happy few : The internationalisation of european firms. new facts based on firm-level evidence", Bruegel Blueprint Series 3.

Mellerio.O (2009), « Transmission de l'entreprise familiale », rapport à M. Hervé Novelli.

Mouriaux.F, Foulcher-Darwish.S (2006), « Les capitaux propres des entreprises et la stabilité financière : l'apport d'une approche par « les capitaux propres nets en risque – ou net worth at risk », Banque de France, Revue de la stabilité financière

Myers (1984), « Capital structure puzzle », The Journal of Finance, vol. 39, issue 3, pages 575-92

Oséo (2009), « Freins à la croissance des PME à potentiel de développement ».

OSEO BDPME (2005), « La transmission des petites et moyennes entreprises : l'expérience d'OSEO BDPME ».

Perez-Gonzalez F. (2006), « Inherited control and firm performance », American Economic Review 96, 1559-1588.

Philippon.T (2007), « Le capitalisme d'héritiers la crise française du travail », Collection la République des Idées, Editions du Seuil.

Picart.C. (2006), « Les gazelles en France », Insee, Document de travail de la Dese, n°2006/02.

Planès.B, Bardos.M (2002) ; « Financement des entreprises industrielles innovantes : contraintes financières et risque », Direction des Entreprises, Banque de France

Pons Y. et J. Sebban (2010), « Les ETI nationales, patrimoniales pour les deux tiers, sont proches des PME par la taille mais plus performantes à l'exportation », le 4 Pages de la DGCIS n°8, mai.

Rapport de l'observatoire des entreprises sur la situation économique et financière des PME (janvier 2014)

Rapport du groupe de travail FINECO de Paris EUROPLACE, décembre 2012.

Retailleau.B (2010), « Les entreprises de taille intermédiaire au cœur d'une nouvelle dynamique de croissance », rapport au Premier Ministre.

Rivard.P (2014), « La croissance ou la rentabilité d'abord ? Le cas des petites et moyennes entreprises canadiennes », Industrie Canada

Ross Stephen A (1977), « The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach », The Bell Journal of Economics »

Sraer.D, Thesmar D. (2007), « Performance and behaviour of family firms: evidence from the French stock market », Journal of European Economic Association, 5(4):709-751.

Transregio (2006), « Transmission d'entreprise dans sept régions européennes : étude comparative et bonnes pratiques », projet cofinancé par le programme communautaire INTERREG IIIC.

Ziane (2004), « La structure d'endettement des PME françaises: une étude sur données de panel », Revue internationale PME : économie et gestion de la petite et moyenne entreprise, Volume n°17, numéro 1, 2004, p.123-138