



HAL
open science

Les mesures de droit communautaire soutenant le financement privé des PME

Annabel Quin

► **To cite this version:**

Annabel Quin. Les mesures de droit communautaire soutenant le financement privé des PME. Les PME communautaires, sous la dir. de S.Clavel et L.Nurit, 2005. hal-02614799

HAL Id: hal-02614799

<https://hal.science/hal-02614799v1>

Submitted on 21 May 2020

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Les mesures de droit communautaire soutenant le financement privé des PME

1 - Longtemps négligées au profit des grandes entreprises¹, les PME sont désormais l'objet d'une grande attention de la part des autorités communautaires, notamment depuis que le Conseil européen a défini en mars 2000 la stratégie de Lisbonne². Cette stratégie vise à faire de l'Union l'économie de la connaissance la plus compétitive et la plus dynamique au monde avant 2010. Le but est évidemment de rattraper le retard de l'Europe par rapport aux Etats-Unis. C'est dans cette perspective qu'ont été redécouverts les mérites des PME, devenues en quelque sorte le fer de lance de la stratégie de Lisbonne. C'est ainsi que trois mois après le sommet de Lisbonne, au sommet de Santa Maria de Feira, a été adoptée la Charte européenne des petites entreprises. Cet intérêt pour les PME ne s'est pas démenti depuis – même si les objectifs de Lisbonne n'ont pas été atteints et ont été recentrés en 2005 autour de la croissance et de l'emploi³.

2 - Cette stratégie de Lisbonne n'est pas un simple vœu pieux. Elle porte en elle un ensemble de réformes profondes de la réglementation applicable sur une période décennale. En effet, « le grand apport méthodologique de la stratégie de Lisbonne est de définir des objectifs et un calendrier pour les réformes nécessaires, tant au niveau communautaire qu'à l'échelon national »⁴. Dans cette optique, le sommet de Lisbonne a souligné l'importance du Plan d'action pour le capital-investissement (PACI) et a approuvé le Plan d'action pour les services financiers (PASF),

¹ Dans les années 60 et 70, on louait « les avantages des entreprises multinationales : économies d'échelle, nouvelles technologies dans la production et la distribution, gestion moderne du personnel, planification de la production et de la distribution à l'échelle européenne... » (N. Moussis, *Accès à l'Union européenne (droit, économies, politiques)*, 11^{ème} éd. Révisée, Bruylant, 2005, spéc. n° 17.1.4). V. égal. H. Malosse, *Quelles perspectives européennes*, in *Quels enjeux pour les PME du XXIème siècle ?*, <http://www.creda.ccip.fr/colloque/17pme/17-04apme.pdf>.

² O. Bailly, *La stratégie de Lisbonne, ou les enjeux politiques de la réforme*, *Rev. Marché commun*, juillet-août 2004, p. 425. Sur la période antérieure, V. J. Zackmann, *La politique communautaire en faveur des PME*, *Revue d'économie financière*, n° 54, p. 7.

³ O. Bailly, *La relance de la stratégie de Lisbonne ou la quête d'un partenariat politique*, *Rev. Marché commun*, juin 2005, p. 357.

⁴ *Ibid.*, spéc. p. 426. Ces nombreuses réformes ont pu être adoptées grâce à l'application de la procédure dite Lamfalussy, adoptée d'abord dans le domaine des valeurs mobilières, puis étendue en 2004 par le Conseil Ecofin aux textes concernant les banques, les entreprises d'assurance et les fonds de placement (OPCVM). Cette procédure distingue 4 niveaux normatifs. Seuls les principes cadres, qui figurent au niveau 1, relèvent de la procédure de co-décision du Conseil et du Parlement européen, ce qui a permis une activité normative plus intense. V. N. Berger et M. A. Mergelina, *Un nouveau système de régulation communautaire des marchés de valeurs mobilières dans l'Union européenne*, *Rev. Marché commun* sept. 2001, p. 529.

Le Plan d'action sur le capital-investissement⁵, adopté par le Conseil européen de Cardiff en juin 1998, vise à « éliminer, au niveau tant communautaire que national, les obstacles réglementaires et administratifs qui freinent encore le développement des marchés du capital-investissement en Europe. La suppression de tous ces obstacles contribuera dans une large mesure à la création et au développement de PME innovantes et à forte croissance »⁶.

Quant au Plan d'action pour les services financiers (PASF), il vise à réaliser le marché financier européen. Ce plan est très ambitieux puisqu'il « est en fait une somme de directives comportant au total 42 mesures concernant notamment le statut de la société européenne, la fiscalité de l'épargne et la confidentialité bancaire, les organismes de placements collectifs de valeurs mobilières, les fonds de pension, les offres publiques d'achat, le capital investissement, y compris l'harmonisation des procédures d'introduction en bourse, la commercialisation à distance des services financiers »⁷. Cette intégration des marchés financiers a un champ d'application très vaste puisqu'elle concerne toutes les activités définissant le marché financier, à savoir « l'activité bancaire proprement dite, les activités d'assurance et de réassurance, les services d'investissement exercés par les entreprises d'investissements et par les autres professionnels du secteur financier (conseillers, audits, courtiers...), la gestion collective de l'épargne – y compris des régimes volontaires de prévoyance et des fonds de pension – ainsi que les trois grands types d'opérations concernant le marché des capitaux, à savoir : l'offre publique de valeurs mobilières, la négociation publique de ces mêmes valeurs (bourses et autres marchés réglementés) et la livraison de valeurs mobilières incluant la liquidation et le règlement des opérations sur titres ainsi que leur garde »⁸. Les objectifs poursuivis par le PASF dépassent à l'évidence les PME. En effet, l'intégration des marchés financiers doit permettre de « renforcer(r) l'efficacité du système des retraites, intensifier(r) la création d'investissements et d'emplois grâce à la baisse du coût du capital, réduire(re) le coût des emprunts dans le domaine des produits standardisés et permettre(re) aux particuliers de disposer d'un éventail plus compétitif de produits de banque et

⁵ Plan d'action sur le capital-investissement (PACI), <http://www.europa.eu.int/scadplus/leg/fr/lvb/124195.htm>.

⁶ Communication de la Commission au Conseil et au Parlement européen concernant la mise en œuvre du plan d'action sur le capital-investissement (PACI), 16.10.2002, COM(2002) 563 final, spéc. p. 3.

⁷ A. Buzelay, Progrès dans la réalisation du marché financier européen, Rev. Marché commun déc. 2004, p. 651, spéc. p. 652. V. égal. J.-F. Pons et H. d'Etigny, Les priorités de l'Europe bancaire en 2005, Banque Magazine, janvier 2005, n° 665, p. 33.

⁸ A. Buzelay, préc., spéc. p. 651.

d'assurance dans toute l'Union »⁹. Les objectifs poursuivis par l'intégration financière sont donc considérables et le développement des PME s'inscrit dans ces objectifs stratégiques.

3 - Mais ce développement se heurte trop souvent à des difficultés de financement. En effet, l'accès aux moyens de financement est le 2^{ème} obstacle le plus important que rencontrent les PME, après le manque de main d'œuvre¹⁰. Or, les besoins de financement des PME sont globalement de deux ordres : ils concernent le financement du cycle d'exploitation ou des investissements, qui sont de plus longue durée.

Les besoins de financement du cycle d'exploitation correspondent aux besoins en fonds de roulement, très importants dans les PME. Ces besoins sont généralement satisfaits par le crédit commercial, particulièrement développé dans certains pays, comme la France et l'Italie, et dans certains secteurs, notamment le commerce de détail¹¹. Cependant, cette source de financement recèle de graves dangers dans la mesure où elle conduit à faire peser le risque du crédit, c'est-à-dire le risque de défaillance, sur les PME qui ont consenti des délais de paiement. Le crédit commercial est ainsi à l'origine de nombreuses faillites de PME. C'est pourquoi les autorités communautaires tentent de lutter contre ce crédit à court terme¹² en favorisant d'autres modes de financement qui permettent de limiter l'insécurité. Tel est le cas, notamment, du crédit global d'exploitation qui est accordé par des établissements bancaires (sous la forme d'une autorisation de découvert ou d'un crédit de trésorerie) ou encore de l'affacturage qui permet de mobiliser les créances de l'entreprise.

Mais les besoins de financement des PME sont parfois plus importants, spécialement lorsqu'ils permettent de réaliser des investissements. Ces derniers, souvent nécessaires, surtout en phase de démarrage, s'avèrent également indispensables au développement de ce qu'il est convenu d'appeler les « gazelles », c'est-à-dire les PME à forte croissance. De tels besoins ne peuvent assurément pas être satisfaits par le seul crédit bancaire et nécessitent de diversifier les sources de financement, y compris en ouvrant le capital social à des investisseurs, que ce soit dans le cadre du capital-investissement ou de la cotation sur les marchés boursiers. Cet appel aux marchés boursiers est d'ailleurs moins une source de

⁹ A. Buzelay, préc., spéc. p. 652. V. égal. G. Sarlat, L'intégration des marchés financiers en Europe, Conférence, Année de préparation aux concours administratifs, semestre d'automne 2003-2004, http://coursenligne.science-po.fr/2003_2004/sarlat/integration.

¹⁰ Benchmarking de politique d'entreprise : Résultats du Scoreboard 2003, SEC(2003) 1278, 4 novembre 2003, cité par le Rapport de la Commission au Conseil et au Parlement européen sur la mise en œuvre de la Charte européenne des petites entreprises, 11.02.2004, COM(2004) 64 final, spéc. p. 5, note 10.

¹¹ *Ibid.*, p. 32.

¹² C'est l'objet de la Directive 2000/35/EC du Parlement européen et du Conseil concernant la lutte contre le retard de paiement.

financement des investissements qu'une voie de sortie pour les actionnaires qui ont financé jusque-là la société. En effet, « le marché boursier ne sert pas en priorité à financer de nouveaux investissements – contrairement à une idée tenace. Il peut être utilisé en ce sens, notamment dans le secteur des nouvelles technologies, mais ne l'est que faiblement (...). Pour une entreprise, l'objectif premier d'un appel à l'épargne publique est le transfert de créances : la négociabilité des titres permet aux sociétaires en place souhaitant liquider leur créance de sortir du capital »¹³. La cotation est donc un moyen indirect de financer l'investissement : il permet aux investisseurs de ne pas rester « prisonniers » de leurs titres. Ces diverses sources de financement doivent permettre aux PME de satisfaire leurs besoins.

4 - Cependant, les PME éprouvent des difficultés plus importantes que les grandes entreprises pour répondre à leurs besoins de financement. Ceci est imputable à une pluralité de causes.

Ces difficultés sont dues pour une part à une certaine frilosité des établissements de crédit qui « cherchent à éviter de plus en plus les crédits à risque »¹⁴. Le mouvement de désintermédiation bancaire devrait logiquement résorber cette difficulté, en permettant aux PME de disposer d'une pluralité de « prêteurs ». Cependant, il n'en est pas encore ainsi. Le crédit bancaire assure 80% des besoins des PME et ces dernières entretiennent des relations avec un très petit nombre d'établissements de crédits (nombre d'autant plus réduit que l'entreprise est petite)¹⁵. Il en résulte un déséquilibre dans la négociation, les PME se trouvant souvent dans la dépendance de « leur » banque. Ce lien de dépendance a par ailleurs été renforcé par le décloisonnement du marché bancaire, qui a entraîné une concentration de ce secteur, particulièrement en France et en Espagne¹⁶, et une raréfaction de l'offre. Ce déséquilibre dans la négociation est en outre aggravé lorsque les crédits sont d'un faible montant et ne permettent pas une rémunération suffisante de l'organisme prêteur.

5 - Mais ces difficultés dans la collecte de financements sont aussi inhérentes au comportement du dirigeant de PME. Celui-ci se définit trop souvent comme le technicien d'un métier et rechigne à « perdre du temps » en recherche de financement, outre qu'il n'a pas

¹³ M. Aglietta et A. Rebérioux, *Dérives du capitalisme financier*, Albin Michel, 2004, spéc. p. 17.

¹⁴ Livre vert *L'esprit d'entreprise en Europe*, 21.01.2003, Document sur la base de « COM(2003) 27 final », spéc. p. 20 ; *Regard prospectifs croisés : quelles pistes pour de nouvelles solutions ?*, Table ronde animée par M. le Président Claude Champaud, *Gaz. Pal.* 5-6 décembre 2003, p. 3556 et s., spéc. p. 3569.

¹⁵ L'accès au financement pour les PME, Rapport de l'Observatoire des PME européennes, 2003, spéc. p. 24.

¹⁶ Les cinq principaux établissements de crédits y représentaient environ la moitié du total des actifs en 2001, contre 20% en Allemagne et 30 % en Italie et au Royaume-Uni (P. Simon, *L'impact de Bâle II sur les PME françaises*, *Revue d'économie financière*, n° 73, p. 163, spéc. p. 167.

toujours développé les compétences adéquates¹⁷. Ce trop faible investissement humain dans certaines PME empêche de présenter aux investisseurs potentiels un dossier permettant d'évaluer clairement le risque. Ce manque d'information ne favorise pas l'action des prêteurs ou investisseurs et, en tout cas, leur fait courir un risque difficilement mesurable. Il en est *a fortiori* de même lorsque les méthodes d'évaluation des risques sont inadéquates. Tel est le problème que rencontre aujourd'hui le marché bancaire. Le caractère rudimentaire des méthodes d'évaluation conduisent certains à affirmer que la situation est explosive, le risque de crédit n'étant pas ou mal maîtrisé.

6 - Devant cet état de fait, les autorités communautaires ont réagi afin de développer l'offre de financement. Ces interventions ont pris deux directions. D'une part, les autorités communautaires ont favorisé une limitation du risque assumé par les établissements bancaires. D'autre part, elles favorisent le développement d'un financement sur les marchés de capitaux. Le marché du capital-risque, sur lequel les investisseurs prennent une participation dans le capital des entreprises, apparaît ainsi comme une « solution de rechange complémentaire du crédit bancaire »¹⁸. Ce développement du capital-risque correspond d'ailleurs à une évolution de la structure de financement des entreprises qui, sous l'influence de la mondialisation, tend à s'uniformiser dans les pays occidentaux¹⁹. Ainsi, alors qu'à l'origine – et encore dans certaines PME – le financement était assuré principalement par les banques, on voit de plus en plus le Marché se substituer à celles-ci, par le biais de titres de créances ou de titres d'associés²⁰. Mais il ne s'agit pas simplement de déplacer le « risque PME » du marché bancaire vers le marché financier, ce qui ne permettrait pas *in fine* de le réduire, mais de répartir ce risque sur les différents marchés. Une telle répartition, qui permet de réduire le risque systémique, nécessite en amont une connaissance approfondie du risque

¹⁷ J. Barthélémy, Le management de la PME, in Cahiers de droit de l'entreprise, Problématique de la PME, 2002, n° 6, spéc. p. 17, qui relève que « le patron d'une petite entreprise (...) a le sentiment que ne sont pas de son ressort les autres fonctions qui pourtant caractérisent aussi le pouvoir de direction ». Or, « la fonction de chef d'entreprise implique qu'il exerce parallèlement ses talents dans tous les domaines de la gestion » (spéc. p. 22).

Contra – M. Lécuyer, Endettement et financement de l'entreprise, Des PME, in De l'endettement au surendettement des entreprises : des réalités financières aux contraintes juridiques, Colloque organisé par le CREDA, 1998, <http://www.creda.ccip.fr/colloque/>, qui observe au sein des PME un « renforcement des compétence et l'instauration de tableaux de bord qui permettent à l'entreprise de prévoir et de suivre ses différents indicateurs d'activités et de résultats. L'interlocuteur du banquier est dorénavant le directeur administratif et financier, à la formation généralement pointue et connaissant bien les termes de l'offre bancaire ».

¹⁸ Livre vert L'esprit d'entreprise en Europe, préc., spéc. p. 20.

¹⁹ Ch. De Boissieu, De l'endettement..., Le point de vue de l'économiste, in De l'endettement au surendettement des entreprises : des réalités financières aux contraintes juridiques, Colloque organisé par le CREDA, 1998, <http://www.creda.ccip.fr/colloque/>, spéc. p. 3.

²⁰ A. Couret, Endettement et financement de l'entreprise, in De l'endettement au surendettement des entreprises : des réalités financières aux contraintes juridiques, Colloque organisé par le CREDA, 1998, <http://www.creda.ccip.fr/colloque/>, spéc. p. 6.

PME car c'est sur elle que repose l'équilibre de l'ensemble des systèmes de financement. C'est dire si l'enjeu est important. C'est pourquoi l'entrepreneur qui recherche un financement est conduit à des efforts de transparence afin de permettre de connaître l'entreprise et d'en évaluer le risque de défaillance, et ce que le financement soit recherché sur le marché bancaire ou sur le marché des capitaux. C'est ce qu'on va voir en examinant successivement les mesures de droit communautaire favorisant le financement des PME sur le marché bancaire (I) et sur le marché des capitaux (II).

§ I – Les mesures de droit communautaire favorisant le financement des PME sur le marché bancaire

7 - Le crédit bancaire est la principale source de financement des PME et le restera encore pendant un certain nombre d'années²¹. Mais le développement de cette source de financement est strictement encadré afin d'assurer le mieux possible la stabilité du marché bancaire. Le développement des crédits n'est possible que si les établissements prêteurs disposent des ressources nécessaires pour, le cas échéant, pallier une défaillance d'un ou plusieurs PME-emprunteuses dans le remboursement de leurs dettes. C'est l'importance de ce risque de défaillance de la PME qui détermine l'octroi plus ou moins large des crédits et leurs conditions plus ou moins avantageuses. La maîtrise de ce risque apparaît ainsi fondamentale, et ce d'autant plus que celui-ci est principalement concentré sur le marché bancaire compte tenu du faible développement du marché des capitaux pour financer les PME. Dès lors, les autorités communautaires encouragent toutes les mesures qui permettront de limiter ce risque de défaillance. Certaines d'entre elles consistent à faire en sorte que les établissements de crédit soient en mesure d'assumer le risque de défaillance des PME ; il s'agit là d'assurer une maîtrise du risque par les établissements bancaires (A). D'autres mesures ne visent plus à une telle maîtrise, mais au transfert de ce risque sur d'autres entités que les établissements bancaires (B).

A) La maîtrise du risque par les établissements bancaires²²

8 - Pour éviter que le risque PME n'entraîne, s'il se réalise, une faillite en chaîne des établissements de crédit, l'une des solutions consiste à empêcher ces derniers de prendre des

²¹ L'accès des entreprises au financement, Document de travail des services de la Commission, SEC (2001) 1667, spéc. p. 7.

²² Compte tenu du mouvement de désintermédiation, une telle limitation des risques se retrouve de façon comparable à l'égard des sociétés de gestion, des entreprises d'assurance et même des conglomérats financiers, V.infra n° 21.

risques démesurés par rapport aux actifs dont ils disposent. Telle est la démarche initiée par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, institué entre les gouverneurs des banques centrales des pays du G10. Ce Comité a adopté en 1988, dans ce qu'il est convenu d'appeler l'accord de Bâle (ou Bâle I), un ratio international de solvabilité : le ratio Cooke. L'objet de ce ratio est d'imposer aux grandes banques internationales de détenir un montant minimum de fonds propres, lequel est déterminé en fonction des risques assumés par ces banques. Ce ratio de solvabilité a ensuite été adopté par les autorités communautaires dans la directive du 18 décembre 1989²³. Concrètement, cela signifie qu'une banque ne peut accorder une ligne de crédit que si elle détient un certain montant de fonds propres, lequel est fixé en fonction de l'importance du risque de défaillance. Tout le système repose donc sur l'évaluation de ce risque.

9 - Cette évaluation est traditionnellement effectuée par les établissements bancaires qui notent les entreprises. Une telle appréciation du risque se fait lors de l'octroi du concours bancaire mais aussi pendant toute sa durée. Elle nécessite donc d'approfondir les relations entre les banques et les PME, afin notamment de permettre une meilleure compréhension de ces dernières, des difficultés qu'elles peuvent rencontrer, transformant ainsi le banquier en un véritable partenaire de l'entreprise. Le développement de ce partenariat est encouragé par les autorités communautaires. Il passe par le développement de relations de confiance entre les banques et les PME, qui vont permettre de favoriser un dialogue constructif. C'est dans cet esprit que la Commission organise, depuis 1993, des Tables rondes entre les banques et les PME²⁴. Parallèlement à l'organisation de ces Tables rondes, la Commission a invité, en 2002, les principales associations bancaires et les associations européennes représentatives des PME à se réunir afin d'élaborer un Code de bonne conduite entre institutions de crédit et PME²⁵. Ce Code, dépourvu de valeur normative, renforce les obligations d'information à la charge de chacune des parties. Il prévoit notamment que les PME doivent informer les établissements de crédit sur leur situation et sur les éléments affectant celle-ci, comme par exemple une nette diminution du chiffre d'affaire ou la perte d'un client important.

²³ JO n° L386 du 30 décembre 1989, p. 14.

²⁴ Troisième Table ronde des banquiers et des PME, Rapport final, 19 juin 2000, <http://ec.europa.eu/enterprise/entrepreneurship/financing/docs/rt3-fr.pdf>. La 5^{ème} Table ronde s'est tenue le 15 juin 2006 (<http://www.eu2006at/fr/News/information/1505SMEBanks.html>).

²⁵ Document de travail des services de la Commission, Code de bonne conduite entre établissements de crédit et PME, SEC(2004). Ce Code, approuvé par les trois associations représentatives des PME, ne l'a été que par une des trois associations bancaires, ce qui montre les progrès qui doivent encore être faits dans les établissements bancaires de certains Etats pour accroître la transparence et le développement de relations de confiance.

10 - Mais les procédures d'évaluation du risque PME n'ont pas été jugées satisfaisantes. Outre que les relations entre les banques et les PME ne sont pas toujours animées d'un esprit de partenariat, on a reproché au ratio Cooke de reposer sur une appréciation extrêmement rudimentaire du risque de crédit, qui ne permet pas une évaluation suffisante de celui-ci. En effet, ce ratio privilégie une analyse du risque par catégorie et ne tient pas suffisamment compte des qualités réelles de l'emprunteur. Ces techniques d'évaluation doivent donc être affinées. C'est précisément l'objet du « Nouvel Accord de Bâle sur les fonds propres » (Bâle II), adopté en 2004, qui substitue au ratio Cooke le ratio Mac Donough, lequel fait actuellement l'objet d'une proposition de directive dite CAD III²⁶. Ce nouveau système permet aux PME de bénéficier d'une réduction de l'appréciation de leur risque, mais seulement si elles recourent au nouveau système qui améliore l'évaluation du risque, notamment en tenant compte de la solvabilité de l'emprunteur et des garanties qu'il apporte²⁷. Autrement dit, cette méthode vise à mieux prendre en considération le risque économique du crédit. Ce nouveau système d'évaluation peut être mis en place par les banques elles-mêmes ou par des agences de notation.

Dans la procédure standard, c'est-à-dire la moins onéreuse et par conséquent celle qui devrait être utilisée par les petits établissements de crédit, l'évaluation du risque dépendra de l'estimation donnée par les agences de notation. Cette généralisation du recours aux agences de notation est de nature à entraîner, au moins dans un premier temps, une diminution du montant des crédits alloués aux PME²⁸ dans la mesure où la grande majorité des PME européennes ne sont pas notées²⁹. Toutefois, cet inconvénient devrait être limité dans la mesure où tous les grands groupes bancaires français ont annoncé à la Commission bancaire

²⁶ La Commission propose de nouvelles exigences de fonds propres pour les banques et les entreprises d'investissement, IP/04/899 ; Proposition de directives du Parlement européen et du Conseil portant refonte de la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil, du 20 mars 2000, concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice, et de la directive 93/6/CEE du Conseil, du 15 mars 1993, sur l'adéquation des fonds propres des entreprises d'investissement et des établissements de crédit, du 14.7.2004, COM(2004) 486 final.

²⁷ D. Lacoue-Labarthe, Bâle II et IAS 39 : Les nouvelles exigences en fonds propres réglementaires des banques et l'évaluation en juste valeur des instruments financiers, <http://www.courdecassation.fr/manifestations/Cycles-seminaires/>, spéc. p. 6.

²⁸ M. Aglietta, La régulation financière en Europe, Handicaps hérités, nouveaux risques et avancées possibles, <http://www.univ-cefi.fr/IMG/pdf/AgliettaRE04.pdf>, spéc. p. 7 ; M. Dietsch et A. Tisseyre, Bâle II et les PME, Prospective sur les conditions d'accès au crédit des PME, Revue Banque, mai 2005, n° 669, p. 50.

²⁹ V. toutefois les propositions de la CCIP visant à sensibiliser les entreprises "moyennes" à l'utilité de se faire évaluer par des agences de notation, in Les entreprises françaises face à l'intégration financière européenne, Comment accompagner le plan d'action sur les services financiers ?, Rapport adopté par l'assemblée générale du 7 février 2002, spéc. Proposition 7, p. 33.

leur intention d'adopter la seconde approche³⁰ qui repose sur une note attribuée par les banques.

Cette approche par les notations internes ne sera cependant pas neutre pour les PME. Deux dangers guettent ces dernières, même si les études révèlent une assez grande incertitude en ce qui concerne les conséquences de Bâle II. D'une part, ce nouveau ratio de solvabilité risque d'introduire des effets de seuil très nets entre les petites PME et les autres, avec un risque important que les crédits accordés aux secondes soient défavorisés par rapport à la situation actuelle. Les crédits accordés aux moyennes et grosses PME françaises devraient donc être plus onéreux et/ou présenter un moindre intérêt pour les banques³¹. D'autre part, « l'appréciation du risque de crédit pourrait prendre des formes plus quantitatives qu'auparavant. (...) La mise en place des systèmes de *scoring*, qui combinent un petit nombre de caractéristiques clés de l'entreprise pour l'intégrer dans une classe homogène de risque, rendra les décisions d'octroi ou de refus de crédit moins dépendantes encore d'informations qualitatives pourtant souvent décisives pour certaines petites entreprises (son positionnement sur le marché, les qualités personnelles du chef d'entreprise...) et négligera les informations subjectives et personnelles issues du contact en face à face en agence »³².

11 - Ainsi, l'affinement de l'évaluation du risque n'est pas sans soulever des difficultés à l'égard des PME dès lors qu'elle fait l'objet d'une systématisation et ne prend pas en compte la dimension extra-financière de la PME, notamment en termes de ressources humaines. C'est là l'un des défis à relever pour les PME : permettre une évaluation de leurs capacités à un coût raisonnable tout en adoptant une appréciation personnalisée. Nul doute que les modèles de notation utilisés par les banques et les agences de notation seront à cet égard décisifs au regard de l'accès des PME aux crédits bancaires. Mais cet affinement de l'évaluation du risque permettra une maîtrise plus grande de celui-ci, grâce à la constitution par les établissements de crédit de fonds propres suffisants. L'objectif poursuivi est donc plus large que l'octroi de financement aux PME puisqu'il s'agit d'assurer la stabilité du système bancaire. Mais la limitation des risques encourus ne peut pas toujours se satisfaire de la meilleure connaissance du risque par les établissements de crédit. Parfois, une mesure plus radicale s'impose : le transfert du risque sur une autre entité.

³⁰ P.-Y. Thoraval et A. Duchateau, Bâle II et la stabilité financière, Banque Magazine n° 651, oct. 2003, cité par P. Simon, L'impact de Bâle II sur les PME françaises, Revue d'économie financière, n° 73, p. 163, spéc. p. 167.

³¹ P. Simon, art. préc., spéc. p. 170.

³² P. Simon, art. préc., spéc. p. 172.

B) Le transfert du « risque PME »

12 - Ce transfert peut, selon les cas, s'opérer :

- soit en direction du « secteur public », lorsque des organismes financés par les institutions communautaires prennent en charge ces risques ;
- soit en faveur du marché des capitaux, lorsque des créances sur les PME sont titrisées.

- **Le transfert vers les organismes publics européens**

13 - Ces mécanismes d'aide ont été encouragés plus spécialement par le « Programme pluriannuel pour les entreprises et l'esprit d'entreprise, en particulier pour les petites et moyennes entreprises (2001-2005) »³³, dont l'action est poursuivie par le Programme pour l'innovation et l'esprit d'entreprise³⁴. Par leurs aides, les organismes européens – Banque européenne d'investissement (BEI) et Fonds européen d'investissement (FEI) principalement - vont prendre à leur charge une partie du « risque PME ». Mais ce transfert du risque est nécessairement limité car les organismes européens n'ont pas vocation à se substituer au marché bancaire. Ce transfert ne s'opère donc que dans les hypothèses où le marché privé n'est pas en mesure d'assumer le risque PME³⁵.

C'est le cas, d'une part, pour l'octroi de micro-crédits (c'est-à-dire des crédits inférieurs à 25 000 euros), où le risque n'est pas compensé par une rémunération suffisante, de sorte que ce segment échappe largement au marché privé³⁶. Ce secteur bénéficie des prêts globaux de la BEI. Il s'agit de lignes de crédit qui sont accordées, non pas directement aux PME, mais aux banques ou institutions financières, qui « s'engagent à répercuter sur les

³³ Décision 2000/819/CE du Conseil du 20 décembre 2000, JO L 333 du 29.12.2000, p.84 ; http://eur-lex.europa.eu/smartapi/cgi/sga_doc?smartapi!celexplus!prod!DocNumber&lg=fr&type_doc=Decision&an_doc=2000&nu_doc=819.

³⁴ Ce programme est inclus dans le Programme-cadre pour l'innovation et la compétitivité (PIC) (2007-2013), V. "Programme pour la compétitivité et l'innovation" de € 4,2 milliards pour donner un élan à la croissance et aux emplois, IP/05/391.

³⁵ A propos des aides européennes en faveur du capital-investissement, la Commission a précisé qu'elles n'avaient vocation à intervenir que lorsque « l'efficacité économique de la demande et de l'offre fait défaut en raison d'imperfections des mécanismes du marché » (Communication de la Commission, Aides d'Etat et capital-investissement, J.O. C. 235 du 21 août 2001; La Commission adopte une communication sur les aides d'Etat et le capital-investissement, IP/01/739).

³⁶ Document de travail des services de la Commission, Le microcrédit pour la petite entreprise européenne, 11 sept. 2004, SEC (2004) 1156, http://ec.europa.eu/enterprise/entrepreneurship/financing/docs/microcredit_doctravail_fr.pdf; Publications DG Entreprises, Le microcrédit pour la petite entreprise et sa création : combler une lacune du marché, novembre 2003, http://ec.europa.eu/enterprise/entrepreneurship/financing/docs/microcredit_report_fr.pdf.

bénéficiaires finals, les PME donc, les avantages associés aux lignes de crédit de la BEI »³⁷. La BEI privilégie certains secteurs et a ainsi réorienté son action dans le cadre de l'initiative « Innovation 2000 » (i2i) afin de favoriser les investissements notamment dans les secteurs de l'innovation ou de la recherche et développement³⁸.

14 - D'autre part, le marché privé est souvent insuffisant lorsqu'il s'agit de financer des PME en début d'activité car un tel crédit, qui peut être important, est souvent très risqué. Le Guichet « Aide au démarrage » du Mécanisme Européen pour les Technologies (MET), géré par le FEI, est destiné à faciliter la constitution et le démarrage des PME innovantes, notamment par le biais de prises de participations dans des fonds de capital-risque spécialisés³⁹. Il est complété par l'Action capital d'amorçage, gérée également par le FEI, destinée à apporter à ces fonds d'investissement une aide pour le recrutement de personnels qualifiés⁴⁰. Des aides comparables se retrouvent pour financer le développement d'entreprises conjointes transnationales entre PME européennes dans le cadre de l'initiative communautaire *Joint european venture* (JEV)⁴¹.

15 - Enfin, le marché privé bancaire est également défaillant lorsque le risque n'est pas suffisamment garanti. Ce problème se pose avec une particulière acuité dans les nouveaux pays membres de l'Union où les PME, plus récentes, disposent de peu de garanties à offrir⁴². Pour pallier ces difficultés, des mécanismes de garantie ont été développés, principalement sous deux formes⁴³ :

³⁷ Faciliter l'accès des PME aux financements : la stratégie du Groupe BEI, <http://www.bei.eu.int/publications/publication.asp?publ=42&style=printable>; S. Lanson, Financements européens, éd. Delmas, 1^{ère} éd., 1999, spéc. n° 373.

³⁸ « Initiative Innovation 2000 », Analyse des résultats depuis sa création, Bull. d'information de la BEI, 2-2002, p. 7 et s. V. égal. A. Buzelay, La problématique de la recherche-développement et de son financement en Europe, Rev. Marché commun, oct.-nov. 2005, p. 561.

³⁹ Annexe I, 4), a), i) du Programme pluriannuel pour les entreprises et l'esprit d'entreprise, en particulier pour les petites et moyennes entreprises (2001-2005), Décision 2000/819/CE du Conseil du 20 décembre 2000, JO L 333 du 29.12.2000, p.84 ; http://eur-lex.europa.eu/smartapi/cgi/sga_doc?smartapi!celexplus!prod!DocNumber&lg=fr&type_doc=Decision&an_doc=2000&nu_doc=819; Inforeg, Guide des financements européens pour les entreprises, Tout savoir sur les mécanismes des aides européennes, Gualino éditeur, spéc. p. 33.

⁴⁰ Inforeg, ouvrage préc., spéc. p. 32 ; Annexe I, 4), a), iii) du Programme pluriannuel pour les entreprises et l'esprit d'entreprise, préc.

⁴¹ JEV, aide à la création d'entreprises conjointes transnationales (2001-2005), <http://www.info-europe.fr/document.dir/fich.dir/QR000844.htm>.

⁴² Document de travail des services de la Commission, L'accès des entreprises au financement, 19 octobre 2001, SEC(2001) 1667, spéc. p. 12.

⁴³ L'accès au financement pour les PME, par l'Observatoire des PME européennes, préc., spéc. p. 37.

- d'une part, des PME, fédérations professionnelles ou chambres de commerce, parfois en partenariat avec des banques, ont mis en place des associations de garantie mutuelle ;
- d'autre part, des fonds de garantie ont aussi été mis en place par des autorités régionales ou nationales. Ils interviennent soit en fournissant directement des garanties, soit en contre-garantisant les engagements de prêts mis en place par les associations de garantie mutuelle.

Les institutions européennes, principalement le FEI, interviennent en cofinçant ces fonds. Ce dispositif doit permettre de lever la frilosité des investisseurs et d'assurer le financement aussi bien des PME à forte croissance, par le biais de crédits bancaires ou de prises de participation en fonds propres, que des PME à croissance plus limitée, par le recours au micro-crédit.

16 - Ainsi, l'action des institutions européennes (BEI, FEI) ne vise pas à remplacer le marché privé du crédit, mais seulement à le placer dans une situation acceptable pour qu'il puisse répondre aux besoins des PME. Les organismes européens ne financent donc généralement⁴⁴ pas directement les PME, mais apportent leur soutien, en termes financiers ou en termes de garanties, aux intermédiaires financiers qui accordent des prêts aux PME. En prenant à leur charge ce risque « excessif », ces institutions concourent à limiter le risque pesant sur le marché bancaire. Mais ces mesures ne sont qu'un palliatif et ne permettent pas toujours de limiter le risque bancaire. Dans d'autres hypothèses, où le risque est « acceptable » pour le marché bancaire tout en étant ou devenant excessif, sa limitation passera par un transfert sur un autre marché : le marché des capitaux.

- **Le transfert vers le marché des capitaux : la titrisation des crédits consentis aux PME**

17 - La titrisation est une opération par laquelle un créancier (une banque) cède des créances dont il est titulaire à une entité *ad hoc* (*special purpose vehicle*) qui en finance l'acquisition en émettant des titres⁴⁵. Cette opération permet aux établissements de crédit de faire disparaître de leurs bilans certains risques, qui sont refinancés par l'émission de titres,

⁴⁴ Il existe toutefois des aides directes, correspondant à des programmes spécifiques.

⁴⁵ Ch. Nési, Modernisation du régime juridique français de la titrisation, Bull. Banque de France, n°133, Janvier 2005, p. 69 et s., spéc. p. 70. V. le dossier Titrisation, En voie de démocratisation, Revue Banque, avril 2005, n° 668.

c'est-à-dire qui sont refinancés sur le marché des capitaux⁴⁶. De plus, ce transfert des risques permet à ces établissements de dégager de nouvelles possibilités d'octroi de crédits. La titrisation des crédits aux PME est donc perçue comme permettant d'améliorer l'offre de financement consentie à ces dernières⁴⁷. C'est pourquoi elle est encouragée par les autorités communautaires et soutenue notamment par le Fonds européen d'investissement (FEI)⁴⁸.

18 - Ce transfert du risque de financement vers le marché des capitaux préfigure et complète une évolution plus profonde qui affecte les sources de financement des PME, et plus généralement du capitalisme européen et que les autorités communautaires entendent accompagner et encourager. Le financement des PME, longtemps recherché sur le marché bancaire, a vocation à se réaliser de plus en plus sur le marché des capitaux.

§ II – Les mesures de droit communautaire favorisant le financement des PME sur le marché des capitaux

19 - Le financement sur le marché des capitaux peut se réaliser par l'émission de titres de créances ou de titres d'associés. Le développement du marché des obligations privées est un phénomène général en Europe, à tel point qu'« en 2003, le marché obligataire euro a dépassé le volume d'émissions du marché dollar »⁴⁹. Mais ce financement par endettement, largement privilégié ces dernières années par les entreprises qui ont beaucoup travaillé sur leur restructuration-endettement, pourrait évoluer avec les objectifs de développement qu'elles poursuivent désormais. « Dans le contexte de reprise, le marché devrait être plus équilibré entre la dette et les actions, avec un intérêt pour la dette hybride »⁵⁰. Cependant,

⁴⁶ Ce transfert du « risque PME » sur les marchés financiers permet de répartir ce risque sur d'autres agents économiques que les banques, ce qui est de nature à améliorer la répartition de ce risque. Toutefois, il nécessite une bonne connaissance des actifs transmis, c'est-à-dire des créances à l'égard des PME. A défaut, c'est-à-dire « si le risque de crédit est sous-évalué, le transfert du risque n'améliore pas la répartition du risque. Il déplace la fragilité des banques sur des non banques » (M. Aglietta, La régulation financière en Europe, Handicaps hérités, nouveaux risques et avancées possible, <http://www.univ-cefi.fr/IMG/pdf/AgliettaRE04.pdf>, spéc. p. 4.

⁴⁷ Document de travail des services de la Commission, L'accès des entreprises au financement, préc., spéc. p. 24 ; Etude de GBRW menée à la demande de la D.G. Entreprises de la Commission européenne, Titrisation et accès au financement des PME, 30 novembre 2004, Contrat EU ENTR 03/44, spéc. p. 4 ; Rapport de la CCIP adopté par l'assemblée générale du 7 février 2002, Les entreprises françaises face à l'intégration financière européenne, Comment accompagner le plan d'action sur les services financiers ?, spéc. p. 27 ; Rapport de la CCIP, Développer en France la titrisation des crédits aux PME, janvier 2004 ; J.-Y. Durance et N. Fourniel, Vers un développement de la titrisation des crédits PME ?, in Dossier Titrisation, En voie de démocratisation, Rev. Banque, avril 2005, n° 668, p. 37.

⁴⁸ BEI, Conférence de presse annuelle 2006, Note d'information n° 12, spéc. p. 3, http://www.eib.org/Attachments/general/events/briefing2006_eif_fr.pdf.

⁴⁹ P. Soulard, « Le partenariat devient essentiel », in Dossier Le financement des entreprises, Banque magazine, mai 2004, n° 658, p. 18.

⁵⁰ *Ibid.*, spéc. p. 21.

cette réorientation peut poser des difficultés aux PME. En effet, l'ouverture du capital à de nouveaux investisseurs peut heurter leur mode de fonctionnement habituel, qui se caractérise par la présence d'un individu-patron⁵¹. Ce dernier est généralement peu enclin à partager ce pouvoir avec des investisseurs. Néanmoins, cet obstacle n'est pas insurmontable, les droits nationaux permettant souvent de dissocier le capital et le pouvoir, de manière à concilier les intérêts de chacun des intervenants. Les capital-investisseurs⁵² pourront ainsi, dans certains cas, entrer dans le capital sans priver le dirigeant de son pouvoir décisionnel. Plus problématique est en revanche le manque de liquidité des titres des PME. Ce manque a pour conséquence que les capital-investisseurs vont souvent éprouver des difficultés pour « sortir » leur investissement. Pour la Commission, il faut encourager les mécanismes de sortie, notamment en facilitant la cotation des PME qui, elle, rend les titres liquides. C'est pourquoi l'essor du financement sur le marché des capitaux, qui présente un intérêt stratégique considérable - y compris pour assurer le financement des retraites des européens -, nécessite autant de développer le marché du capital-investissement (A) que de faciliter l'accès aux marchés boursiers (B).

A) Le développement du capital-investissement

20 - Pour favoriser ce développement, insuffisant en Europe par rapport aux Etats-Unis⁵³, la Commission a mis en place un Plan d'action sur le capital-investissement (PACI) dès 1998. Dans le cadre de ce Plan, des mesures ont été prises, d'une part, pour renforcer l'importance des fonds drainés par les capital-investisseurs, d'autre part, pour orienter ces fonds vers les PME.

21 - L'accroissement des fonds de capital-investissement nécessite de dépasser les frontières, c'est-à-dire de décloisonner les marchés nationaux du capital-investissement. Cet objectif est poursuivi par le système des reconnaissances mutuelles, qui permet à une entreprise dont l'activité est autorisée par un Etat européen de développer son action sur

⁵¹ F. Hurel et D. Kling, Le concept de PME, Cahiers de droit de l'entreprise, Problématique de la PME, 2002, n°6, spéc. p. 11.

⁵² Il pourrait également s'agir de salariés de l'entreprise. Toutefois, « bien que les textes relatifs à la participation, à l'intéressement et aux plans d'épargne soient disponibles à toute entreprise, y compris les plus modestes, les PME n'ont que très peu investi dans ces éléments de rémunération différée » (J. Barthélémy, Le management de la PME, Cahiers de droit de l'entreprise, Problématique de la PME, 2002, n° 6, spéc. p. 23). De même, les PME ont peu recours aux innovations financières bien que celles-ci leur soient juridiquement accessibles (A. Couret, L'accès des PME aux innovations financières, Bull. Joly oct. 1998, p. 1022).

⁵³ La Commission réexamine la stratégie mise en œuvre et plaide pour des mesures visant à stimuler le capital-investissement en Europe, IP/00/1180 ; Livre vert présenté par la Commission, L'esprit d'entreprise en Europe, 21.01.2003, spéc. p. 20.

l'ensemble du territoire européen. Ainsi, le passeport dont bénéficient les sociétés de gestion⁵⁴ leur permet de recueillir des fonds et de développer leur action sur l'ensemble du territoire européen.⁵⁵ Il en va de même pour les entreprises d'assurance⁵⁶ et les entreprises d'investissement⁵⁷. Ces mesures sont de nature à favoriser un accroissement du volume des fonds de capital-investissement. Un tel accroissement passe aussi – et peut-être surtout – par le développement en Europe des fonds de pension. C'est l'objet de la directive du 3 juin 2003 sur les fonds de retraite complémentaire⁵⁸. Celle-ci vise à décloisonner ces fonds, en permettant à une Institution de retraite professionnelle (IRP) de gérer un régime de retraite pour des entreprises situées sur des Etats différents. Ainsi, les systèmes de reconnaissance mutuelle permettent de développer des fonds européens et de sortir du carcan trop étroit des marchés nationaux, tout en maintenant la sécurité des marchés grâce à un contrôle prudentiel renforcé, à l'égard des banques et des entreprises d'investissement⁵⁹, des sociétés de gestion, des entreprises d'assurance⁶⁰ ou des conglomérats financiers⁶¹. Mais pour assurer le financement des PME, il faut encore que ces fonds s'orientent vers ces dernières.

⁵⁴ Directive 2001/107/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 janvier 2002 modifiant la directive 85/611/CEE du Conseil portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) en vue d'introduire une réglementation relative aux sociétés de gestion et aux prospectus simplifiés. V. Ch. Bourdillon, La laborieuse unification du marché européen des OPCVM, *in* Dossier Directive OPCVM, L'harmonisation européenne est en marche, *Revue Banque*, mars 2005, n° 667, p. 33.

⁵⁵ Cependant, de l'aveu même de la Commission, ce passeport unique n'a pas eu le succès escompté, semble-t-il en raison de son caractère incomplet. Dès lors, la Commission songe aujourd'hui à l'étendre à des activités connexes pour le rendre plus attractif (Livre vert sur l'amélioration du cadre régissant les fonds d'investissement dans l'UE du 12 juillet 2005, COM (2005) 177, spéc. p. 5 ; A. Prüm, De nouvelles orientations pour la politique européenne en matière de services financiers, *Rev. dr. banc.* sept-oct. 2005, p. 3).

⁵⁶ Directive 2002/83/EC pour l'assurance-vie et directive 2002/13/CE pour l'assurance non-vie ; Assurances : La Commission salue l'adoption rapide des directives visant à renforcer la protection des assurés, IP/02/252.

⁵⁷ Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers ; Services d'investissement : l'adoption définitive de la directive donne une impulsion aux entreprises d'investissement et à leurs clients, IP/04/546.

⁵⁸ Directive 2003/41/CE du Parlement européen et du Conseil du 3 juin 2003 concernant les activités et la surveillance des institutions de retraite professionnelle ; Retraites professionnelles : la Commission se félicite de l'adoption définitive par le Conseil de la directive sur les fonds de pension, IP/03/669 ; Institutions de retraite professionnelle, <http://www.europa.eu/scadplus/leg/fr/lvb/l24038b.htm>; J.-B. Segard, La directive IRP et sa transposition dans les législations nationales, *in* Dossier L'épargne retraite, Un marché en devenir, *Revue Banque*, avril 2006, n° 679, p. 44. V. égal. A. Buzelay, Analyse de la réforme du système des retraites en France en regard de celles conduites en Europe, *Rev. Marché commun* fév. 2004, p. 82.

⁵⁹ V. supra n° 8.

⁶⁰ Directives 2002/83/EC et 2002/13/CE ; Assurances : La Commission salue l'adoption rapide des directives visant à renforcer la protection des assurés. Ces exigences prudentielles sont renforcées lorsque les entreprises d'assurance appartiennent à un groupe, Directive 98/78/CE du Parlement européen et du Conseil du 27 octobre 1998 sur la surveillance complémentaire des entreprises d'assurance faisant partie d'un groupe d'assurance. Une réforme de grande envergure de ces règles prudentielles est poursuivie dans le cadre du projet dit « Solvabilité II », http://ec.europa.eu/internal_market/insurance/solvency2/index_fr.htm; P. Chasseloup de Chatillon, Solvabilité II, une chance et un défi, *Rev. Marché commun* fév. 2006, p. 125.

⁶¹ Directive 2002/87/CE relative à la surveillance complémentaire des établissements de crédit, des entreprises d'assurance et des entreprises d'investissement appartenant à un conglomérat financier : JOCE 11 février 2003, L35/1, p. 1 ; F. Ladouce et G. Damy, La surveillance complémentaire des établissements de crédit et des entreprises d'investissement appartenant à un conglomérat financier, *JCP*, éd.E, 16 mars 2006, 1446, p. 506.

22 - L'orientation des fonds vers les PME reste cependant timide, et cela n'est guère étonnant compte tenu de la liberté qui doit logiquement être reconnue aux gestionnaires de fonds de capital-investissement. Un exemple d'une telle orientation peut toutefois être trouvé dans la directive précitée sur les fonds de retraite complémentaire. Au préalable, il convient de rappeler qu'en vertu de cette directive, les régimes de retraite sont soumis à la loi de l'Etat sur le territoire duquel l'IRP est établie. Les exigences de cet Etat en termes d'investissement dans des PME doivent donc logiquement être respectées par l'IRP. Mais la directive permet également à l'Etat d'accueil (c'est-à-dire celui sur le territoire duquel est installée l'entreprise qui verse les cotisations de retraite à l'IRP) d'imposer lui aussi un certain pourcentage d'investissement dans des entreprises non cotées sur les marchés réglementés. Certes, cette possibilité n'existe que si l'Etat d'accueil applique les mêmes règles à ses propres fonds et uniquement pour les régimes de retraite transfrontaliers – dont on a vu que leur développement est encouragé par le système de reconnaissance mutuelle -. Si ces conditions sont réunies, l'Etat d'accueil pourra exporter ses propres règles en orientant l'investissement vers les PME. La directive favorise ainsi le développement et le rayonnement de ces orientations nationales du capital-investissement vers les PME.

23 - Enfin, il faut souligner que le développement du capital-investissement passe aussi par le rapprochement de l'offre et de la demande de capital-investissement. A cette fin, la Commission recommande de s'appuyer sur les réseaux, notamment locaux, de *business angels*⁶², dont le développement est croissant⁶³, et soutient par ailleurs un Service d'identification et d'orientation des investisseurs (Gate2Growth.com), qui vise principalement les entrepreneurs innovants.

24 - Toutefois, le développement du capital-investissement pourrait recevoir un frein important après l'adoption de la directive CAD III transposant l'accord de Bâle II⁶⁴. En effet, pour l'appréciation des fonds propres des banques et des entreprises d'investissement, cet accord n'opère pas de distinction suivant que l'investissement est effectué directement dans

⁶² Rapport du 4 novembre 2002, Etalonnage des performances des investisseurs privés (business angels), http://europa.eu.int/comm/enterprise/entrepreneurship/financing/docs/benchmarking_ba_fr.pdf.

⁶³ Communication de la Commission au Conseil et au Parlement européen concernant la mise en œuvre du plan d'action sur le capital-investissement du 4.11.2003, COM(2003) 654 final, spéc. p. 15-16, qui relève « l'explosion [du nombre des réseaux d'investisseurs informels (*business angels*) en France et en Allemagne, où il est désormais équivalent à celui atteint au Royaume-Uni ».

⁶⁴ V. supra n° 10.

les sociétés non cotées ou indirectement par le biais de sociétés de capital-risque⁶⁵. Il en résulte que l'appréciation du risque est extrêmement élevée et impose en conséquence aux banques de détenir une part importante de fonds propres. Une telle exigence est critiquée au motif qu'elle méconnaît la mutualisation des risques caractéristique de l'activité de capital-investissement. En effet, les banques, avec d'autres investisseurs, investissent dans différents fonds de capital-risque, lesquels détiennent une pluralité de participations. « L'investissement des banques bénéficie donc d'une mutualisation du risque à deux degrés : 1) les fonds mutualisent le risque puisqu'ils détiennent chacun, en général, plusieurs dizaine de participations. 2) les banques investissent généralement dans plusieurs » fonds de capital-investissement⁶⁶. Le risque est donc bien moindre qu'en cas de participation directe dans le capital de sociétés cotées. Pourtant, cette mutualisation des risques n'est pas pris en compte par l'accord de Bâle II qui impose aux banques des exigences très importantes pour leurs opérations de capital-investissement, qui pourraient réduire leur intérêt pour ce type d'investissement. Or, cela pose un problème particulier en Europe continentale dans la mesure où le secteur bancaire représente une des principales sources de financement du capital-investissement⁶⁷. Certes, on peut espérer que la probable diminution de la participation des banques en ce domaine sera à terme compensée par le développement des fonds de pension européens, de façon comparable à ce qui s'observe aux Etats-Unis ou en Grande-Bretagne. Néanmoins, en attendant que ce rééquilibrage s'opère, l'apport du capital-investissement au financement des PME risque de diminuer de façon importante.

Par ailleurs, le principal⁶⁸ obstacle juridique au développement du capital-investissement réside dans les difficultés de sortie liées au manque de liquidité des titres des entreprises non cotées⁶⁹, spécialement dans les nouveaux pays de l'Union européenne⁷⁰. Le

⁶⁵ H. Ploix, Bâle II et le capital-investissement, *Revue d'économie financière*, n° 73, p. 189.

⁶⁶ *Ibid.*, spéc. p. 190.

⁶⁷ 24% en Europe (*ibid.*, spéc. p. 193 et le tableau en annexe p. 199).

⁶⁸ L'aspect fiscal est également essentiel. Une étude de la Commission a établi que le financement par l'emprunt bénéficie généralement d'une imposition plus favorable que le financement par émission de capitaux propres, ce qui est évidemment de nature à limiter le développement du capital-investissement (« Company Taxation in the Internal Market », SEC(2001) 1681 du 23.10.2001, citée par Communication de la Commission au Conseil et au Parlement européen concernant la mise en œuvre du plan d'action sur le capital-investissement du 16.10.2002, COM(2002) 563 final, spéc. p. 14 et 15 ; Communication de la Commission du 31 mars 1998 intitulée « Le capital-investissement : Clé de la création d'emplois dans l'Union européenne, SEC(1998) 552 final). A l'opposé, « les autorités américaines ont systématiquement utilisé l'incitation fiscale pour favoriser les investissements en fonds propres » (Rapport du 4 novembre 2002, Etalonnage des performances des investisseurs privés (business angels), préc., spéc. p. 7).

⁶⁹ Plan d'action sur le capital-investissement : le rapport final souligne les progrès accomplis en cinq ans et note la progression des rachats d'entreprises en 2002, en même temps qu'une contraction de l'investissement en capital-risque, 6 novembre 2003, IP/03/1506 ; J. Prieur, Les PME et le capital-risque, *Bull. Joly* oct. 1998, p. 1033 ; H. Hovasse, L'introduction des PME au second marché, *Bull. Joly*, oct. 1998, p. 1050.

développement du capital-investissement nécessite d'accroître cette liquidité par un accès facilité aux marchés boursiers de nature à faciliter les IPO⁷¹ (premières offres au public).

B) Le développement de l'accès aux marchés boursiers

25 - La cotation des PME peut se réaliser soit sur le marché réglementé, soit sur des marchés non réglementés. L'accès à chacun de ces deux marchés se trouve facilité.

Faute d'une réglementation unitaire, même si de nombreuses mesures ont été prises pour favoriser l'intégration des marchés européens de capitaux⁷², l'accès aux marchés réglementés se heurtait traditionnellement à leur fragmentation. Il en résultait que les formalités d'accès, souvent complexes et onéreuses, devaient être accomplies auprès de chaque place boursière ! C'est pour remédier à ces difficultés qu'a été adoptée la directive sur les prospectus⁷³. D'une part, cette directive allège les formalités imposées aux émetteurs en supprimant l'obligation d'établir un prospectus pour les offres d'un faible montant, c'est-à-dire inférieures à 2 500 000 euros. Il s'agit là clairement de faciliter la vie des petites et moyennes entreprises⁷⁴ et de favoriser les opérations de financement des sociétés naissantes ou de petite taille⁷⁵. D'autre part, cette directive institue un passeport, dont les informations sont adaptées à la taille des PME⁷⁶ et qui, surtout, est valable sur tous les marchés boursiers des Etats membres. Autrement dit, une fois que le prospectus aura été approuvé dans un Etat

⁷⁰ Communication de la Commission au Conseil et au Parlement européen concernant la mise en œuvre du plan d'action sur le capital-investissement du 16 octobre 2002, COM(2002) 563 final, spéc. p. 6.

⁷¹ *Initial public offerings*.

⁷² Directive 98/28 du 19 mai 1998 concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres ; Directive 2002/47/CE du 6 juin 2002 concernant les contrats de garantie financière ; Directive 2003/6/CE du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché ; Directive 2004/25/CE du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition ; Directive 2004/39/CE concernant les marchés d'instruments financiers ; Directive 2004/109/CE du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé. Par ailleurs, une éventuelle Directive sur les services financiers de post-négociation (compensation et règlement-livraison) est à l'étude (Livre vert sur la politique des services financiers (2005-2010), COM (2005) 177 final, spéc. point 3.1 ; H. Boucheta, Compensation et règlement-livraison dans l'Union européenne : aspects juridiques, Banque et Droit, mars-avril 2006, p. 24 et s. ; Ch. Fradin et T. Madelin, Activités post-marché : l'Ecofin presse Bruxelles de se prononcer, Les Echos, 9 mai 2006. V. égal. Fédération bancaire française, L'Europe bancaire et financière, 2005-2010, spéc. p. 10-11, [http://www.fbf.fr/Web/Internet/content_presse.nsf/PictureList/PASF+2005-2010/\\$file/xbf_pasf_17mars2004.pdf](http://www.fbf.fr/Web/Internet/content_presse.nsf/PictureList/PASF+2005-2010/$file/xbf_pasf_17mars2004.pdf)).

⁷³ Directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, et modifiant la directive 2001/34/CE ; Règlement (CE) n° 809/2004 de la Commission du 29 avril 2004 mettant en œuvre la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les informations contenues dans les prospectus, la structure des prospectus, l'inclusion d'informations par référence, la publication des prospectus et la diffusion des communications à caractère promotionnel ; I. LE GRIS et M.-L. OSSA-DAZA, Objectifs et enjeux de la Directive n° 2003/71/CE du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières aux négociations, Bull. Joly bourse, janv.-mars 2005, p. 5.

⁷⁴ Services financiers : la Commission présente une proposition modifiée sur les prospectus, IP/02/1209

⁷⁵ La proposition modifiée de Directive concernant les prospectus. Foire aux questions, MEMO/02/180.

⁷⁶ Règlement (CE) n° 809/2004 de la Commission du 29 avril 2004 mettant en œuvre la Directive 2003/71/CE dite prospectus.Valeurs mobilières : la Commission adopte deux mesures techniques d'exécution de la directive sur les prospectus et de celle sur les abus de marché, IP/04/563.

membre, il sera valable sur les places boursières des autres Etats membres, de sorte que les formalités d'accès n'auront pas à être réitérées. Ainsi, l'accès au marché boursier est non seulement facilité pour les petites offres, mais il vaut pour l'ensemble des bourses européennes, même si des progrès doivent encore être accomplis en ce qui concerne l'harmonisation des procédures d'introduction en bourse⁷⁷.

26 - Parallèlement à cette simplification d'accès aux marchés réglementés, la Commission encourage la création de marchés spécialisés et la cotation des entreprises à forte croissance, afin de permettre un développement plus important des entreprises de croissance (les « gazelles »). En effet, « même après l'éclatement de la « bulle » des nouvelles technologies, les entreprises nées depuis moins de trente ans sont incomparablement plus nombreuses parmi les plus grandes entreprises aux Etats-Unis qu'en Europe »⁷⁸. Il est donc impératif de renforcer l'efficacité des marchés européens. Toutefois, les actions menées par les différentes autorités de régulations nationales, à travers la création du Nouveau Marché⁷⁹, du Nasdaq Europe ou du Nasdaq Allemagne⁸⁰, n'ont guère été couronnées de succès⁸¹.

27 - L'éclaircie pourrait venir des initiatives développées par les places boursières et tendant à la création de marchés non réglementés. Tel est le cas de l'*Alternative Investment Market* (AIM), créé en 1995 par la bourse londonienne, qui a attiré de nombreuses cotations. Ce succès a provoqué l'engouement des bourses européennes qui ont créé des marchés analogues à Dublin⁸², Munich⁸³, Paris⁸⁴ ou Milan⁸⁵. Ces marchés non réglementés obéissent

⁷⁷ E. Boutron, J.-F. Gajewski, C. Gresse et F. Labégorre, Les procédures d'introduction en bourse en Europe : évolution des pratiques et perspectives, *Revue d'économie financière*, n° 82, p. 99.

⁷⁸ Nicolas Véron, Un gouvernail pour le capitalisme européen ?, *Commentaire*, n° 101, printemps 2003, http://www.nicolasveron.info/Commentaire_101.pdf, spéc. p. 5.

⁷⁹ J.-J. Daigre, Restructuration des marchés financiers français, *Bull. Joly Bourse*, janv.-fév. 2005, p. 83, qui relève que le Nouveau Marché, développé par Euronext pour financer des entreprises de croissance, « était plutôt devenu le marché des petites et moyennes entreprises technologiques ». Il a désormais disparu au sein de l'Eurolist, nouveau marché réglementé regroupant le Premier Marché, le Second Marché et le Nouveau Marché.

⁸⁰ S. Le Page et D. Burg, Bourses américaines : cap sur l'Europe, *Les Echos*, 22 mai 2006.

⁸¹ Communication de la Commission au Conseil et au Parlement européen concernant la mise en œuvre du plan d'action sur le capital-investissement du 16 octobre 2002, COM(2002) 563 final, spéc. p. 10, qui relève qu'en 2001, « seulement 10 sociétés ont été cotées sur le *Nouveau Marché*, (contre 52 l'année précédente), 11 sur le *Neuer Markt* (contre 133 en 2000) et 5 sur le *Nuovo Mercato* (contre 30 en 2000) ».

⁸² L'Irish Enterprise Exchange, créé en avril 2005 par l'Irish Stock Exchange.

⁸³ Peut-être un nouveau marché des PME à Francfort, *Les Echos*, 25 août 2005.

⁸⁴ Alternext : un marché sur mesure pour les PME, http://www.euronext.com/news/press_release/0,4616,1732_8275_570836746_1,00.html; J.-P. GITENAY, Alternext : les règles du jeu de ce marché régulé, *Option Finance*, 25 avril 2005, p. 32 ; Y. François et J. Lissowski, Alternext ou l'accès à la bourse pour les PME, *Les Echos*, 4 mai 2005, p. 12 ; L. Sablé et Ch. Gaschin, Alternext, Un nouveau marché régulé, mais non réglementé, *Revue Banque*, juillet-août 2005, n° 671, p. 49.

⁸⁵ C. Fr., L'exemple de l'AIM a fait des émules, *Les Echos*, 17 mai 2005 ; R. Godin, L'Europe contrainte de « traduire » le modèle de l'AIM, *in* Dossier « Les bourses mondiales », *La Tribune*, 20 avril 2005.

en effet à des conditions d'accès simplifiées et permettent ainsi d'accueillir les entreprises qui ne peuvent pas ou qui ne veulent pas remplir les conditions d'admission et d'information des marchés réglementés. Mais cela ne signifie pas que ces entreprises échappent aux diverses obligations de transparence imposées par les marchés financiers. D'autres obligations, plus souples, s'imposent à elles afin d'informer les investisseurs du risque ou de l'opportunité qu'elles représentent, notamment auprès des agences de notation. On assiste ainsi à une évolution profonde des conceptions européennes. Alors que les entrepreneurs américains admettent facilement que soient évaluées leurs performances passées et futures, « en Europe continentale et du Sud principalement, les mentalités (...) sont en général réfractaires à la notion d'évaluation et de comparaison, de mesure et de contrôle des performances »⁸⁶. Or, les mesures de droit communautaire favorisant le financement des PME visent toutes à un accroissement des obligations d'information de l'emprunteur-PME, soit directement auprès des banques, soit auprès des agences de notation. La communication, principalement financière - mais pas exclusivement - de l'entrepreneur, avec l'appui éventuel du réseau dans lequel il s'intègre, s'avère ainsi occuper une place déterminante dans l'accès aux financements et devrait contribuer à faire émerger en Europe une véritable « culture de la notation »⁸⁷.

Annabel QUIN⁸⁸

Maître de conférences

Université de Bretagne Sud - IREJE

⁸⁶ C. Gerst et D. Groven, To B or not to B, Le pouvoir des agences de notation en question, Village mondial, 2004, spéc. p. 27-28.

⁸⁷ Communication de la Commission au Conseil et au Parlement européen, L'accès des petites et moyennes entreprises au financement du 4.12.2003, COM(2003) 713 final/2, spéc. p. 12. V. égal. E. Paget-Blanc, Endettement et détection du risque, in De l'endettement au surendettement des entreprises : des réalités financières aux contraintes juridiques, Colloque organisé par le CREDA, 1998, <http://www.creda.cci.fr/colloque/>. La généralisation de la notation pose toutefois des difficultés en raison de l'organisation oligopolistique des agences de notation et des conflits d'intérêts qui risquent de se développer. (Sur ces questions, V. M. Aglietta, art. préc., spéc. p.12 ; C. Lubochinsky, Pas d'espace financier européen sans régulation européenne des agences de notation, www.univ-cefi.fr/IMG/pdf/LubochinskyRE04.pdf, spéc. p. 2 ; N. Véron, Cinq questions pour la notation, Risques n°61, janv.-mars 2005, p.33, http://www.nicolasveron.info/Risques_Notation.pdf). Toutefois, la Commission n'envisage pas pour l'instant de réglementer cette activité (Communication de la Commission sur les agences de notation du 23.12.2005, 2005/11990).

⁸⁸ Site personnel : <http://web.univ-ubs.fr/dseg/annabel-quin>