

# LES CARNETS DE L'ÉCONOMIE ET DE L'ENTREPRISE

Notre lettre aux parlementaires

## ENTREPRISES

### Les entreprises françaises et allemandes manquent-elles vraiment de capitaux propres ?

Tout jugement normatif sur le niveau des fonds propres des entreprises renvoie inévitablement à la question épineuse du niveau optimal de ces derniers. Or, à supposer que celui-ci existe - le débat n'est pas tranché -, sa détermination soulève d'importantes difficultés méthodologiques. BACH<sup>1</sup>, la base de données comptables d'entreprises initiée par la Commission européenne et gérée par les banques centrales de douze Etats européens, permet néanmoins de confronter la situation des entreprises non financières françaises à celle de leurs homologues allemandes. Les premières présentaient ainsi, en 2016, un ratio de fonds propres moyen légèrement inférieur à celui des secondes. Pour autant, la comparaison n'accrédite pas la thèse d'un déficit global en fonds propres des entreprises françaises, notamment lorsque sont prises en considération les différences de structure par taille et secteurs d'activité. **Ainsi, les ratios de capitaux propres ne sont inférieurs, en France, que pour les entreprises de taille intermédiaire (ETI) et les grandes entreprises tandis qu'ils apparaissent très comparables pour les PME.** Ils se révèlent même plus élevés dans plusieurs secteurs d'activité. Enfin, les levées de fonds propres sont particulièrement élevées en France et deux enseignements peuvent être tirés de ce constat. Le premier, favorable, est l'absence de difficulté apparente à trouver des investisseurs. Le second, moins réjouissant, est que **les entreprises françaises ont une capacité inférieure à générer des fonds propres par mise en réserve de leurs résultats.**

#### 1. De la difficulté à déterminer le ratio de fonds propres optimal (à supposer qu'il existe)

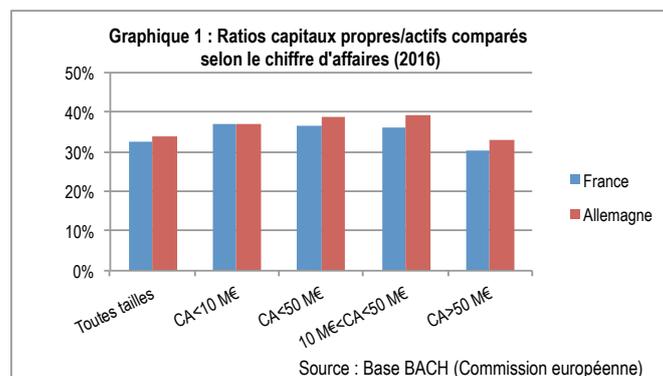
De rares auteurs se sont aventurés à évaluer les niveaux en fonds propres des petites entreprises dans les principaux pays européens. Le diagnostic consiste à mesurer l'écart entre les fonds propres

observés et ceux qui résulteraient d'une structure de financement optimale théorique. Il n'existe malheureusement pas de consensus sur le niveau optimal de capital.

**La structure financière optimale (parts relatives des fonds propres et de l'endettement) des entreprises est débattue depuis les années 1950.** Les économistes Modigliani et Miller ont ainsi démontré en 1958 que, dans un contexte théorique de marchés parfaits et en l'absence de coûts de transaction et de fiscalité, la valeur de l'actif économique (ou de l'entreprise) était indépendante de son mode de financement (dette ou capitaux propres). Il s'en suivait que le coût moyen pondéré du capital (dette et capitaux propres) n'était pas davantage affecté par la structure financière. Ce théorème a été modifié une première fois en 1963 par l'intégration de la fiscalité des entreprises : la valeur de l'actif économique de l'entreprise endettée devient alors égale à la valeur de l'actif économique d'une entreprise non endettée augmentée de la valeur actuelle de l'économie d'impôt lié à la déductibilité fiscale des intérêts de la dette. Cette théorie incitait l'entreprise désireuse de maximiser sa valeur à préférer l'endettement aux capitaux propres. La boucle avec l'article de 1958 fut définitivement bouclée en 1977, lorsque Miller produisit un troisième article qui incluait, outre la fiscalité des entreprises, celle des particuliers investisseurs dans le raisonnement. Dans ce cadre, il aboutit aux mêmes conclusions que

celles de 1958.

Mais en pratique, les entreprises - et leurs créanciers - accordent de l'importance à leur structure financière. **Tout d'abord, toutes les entreprises, notamment les PME non cotées, ne cherchent pas systématiquement à maximiser leur valeur.** Ensuite, le frottement fiscal (la structure financière affecte le montant de l'IS, et donc la valeur de l'entreprise), les asymétries d'information<sup>2</sup> et coût d'agence<sup>3</sup> constituent autant d'imperfections. Ce constat a encouragé l'émergence de théories alternatives, qui remettent en cause la neutralité de la structure financière. Les plus connues sont la théorie du compromis (*tradeoff theory*) et la théorie de la hiérarchie des financements (*pecking-order theory*). La théorie du compromis<sup>4</sup> se concentre sur les effets fiscaux des différentes structures financières. Elle définit la structure optimale du capital comme le levier qui égalise l'avantage fiscal de l'endettement et la baisse de la valeur de l'entreprise inhérente à l'accroissement du risque de faillite. Elle justifie des ratios d'endettement modérés, y compris en présence d'impôt. Le ratio optimal dépend des caractéristiques de l'entreprise et de la position de l'économie dans le cycle, facteurs qui déterminent l'impôt à payer et, en conséquence, le montant des intérêts déductibles. Ainsi, la valeur actuelle de l'économie d'impôt peut également être relativement élevée, justifiant des ratios d'endettement plus importants. La théorie de la hiérarchie des financements<sup>5</sup> postule que le coût de financement croît avec l'asymétrie d'information. Cette dernière est supposée plus importante entre l'entreprise et ses actionnaires qu'entre l'entreprise et ses créanciers, tandis qu'elle est, par essence, nulle pour l'autofinancement. **Dès lors l'entreprise privilégie en premier lieu l'autofinancement, recourt en second lieu à l'endettement et, en dernière intention seulement, aux émissions d'actions.**



En pratique, aucune de ces théories ne domine clairement. Le bon sens conduit à considérer que l'entreprise constitue suffisamment de fonds propres pour continuer d'être finançable par les banques avec lesquelles elle travaille, se prémunir contre le risque de faillite et maintenir le coût marginal de son endettement dans des limites raisonnables (au regard notamment du rendement prévisionnel de ses projets). En outre, de nombreux dirigeants de PME et d'entreprises familiales sont réticents à l'idée de faire entrer de nouveaux actionnaires de crainte de devoir partager le pouvoir ou de perdre le contrôle de l'entreprise.

## 2. Les PME françaises ne sont pas moins bien dotées en capitaux propres que les allemandes

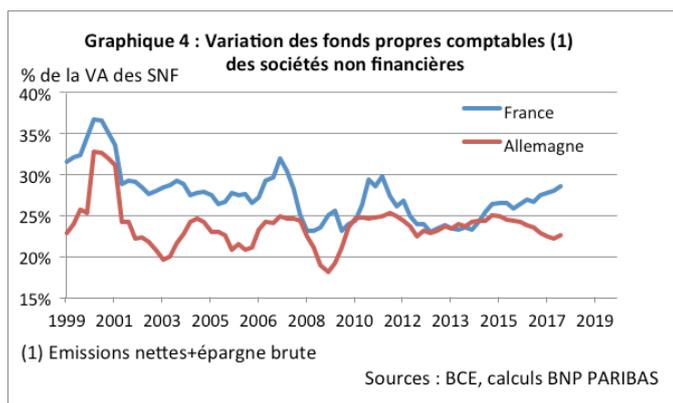
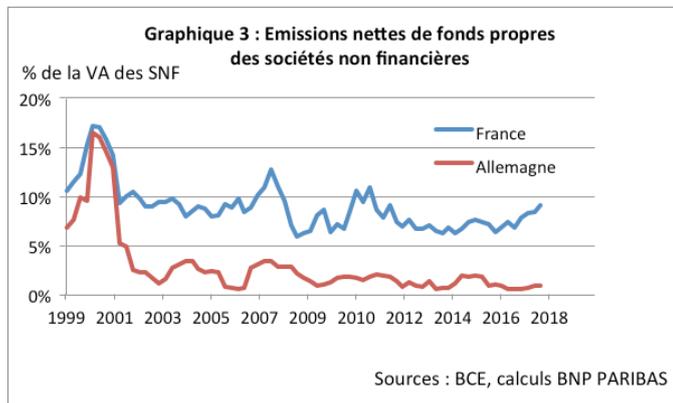
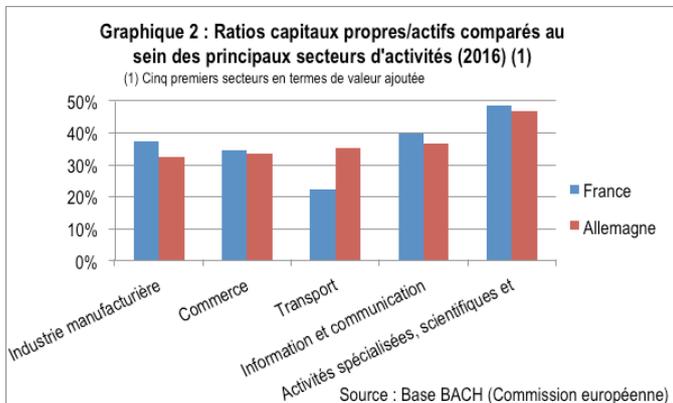
La base BACH offre une vue très représentative des caractéristiques financières des entreprises non financières<sup>6</sup> à travers une double grille de lecture fondée sur les critères de taille et de secteur d'activité. Elle n'est, bien sûr, pas exhaustive mais présente un très bon degré de représentativité tandis que les structures par secteur sont très proches entre l'échantillon et la population générale des entreprises<sup>7</sup>.

Les entreprises françaises<sup>8</sup> présentent, en moyenne, un ratio des capitaux propres aux actifs de 32,4% (chiffres 2016) très légèrement inférieur (-1,4 point) à celui des entreprises allemandes (33,8%). Dans les deux pays et de manière générale, les ratios sont plus élevés pour les entreprises de moins de 50 millions de chiffres d'affaires (PME) que pour les grandes entreprises. Cela est plus particulièrement patent dans l'industrie manufacturière et le commerce, deux secteurs qui concentrent à eux seuls 45,7% de la valeur ajoutée en France et 55,6% en Allemagne (l'industrie étant davantage représentée en Allemagne, le commerce, en France). Plusieurs secteurs font toutefois exception, dans lesquels les grandes entreprises sont mieux dotées en fonds propres (production et distribution d'énergie, gestion de l'eau, déchets et dépollution, hébergement et restauration, information et communication). Les ratios moyens des petites entreprises, de chiffre d'affaires inférieur à 10 millions d'euros, sont très comparables (37% en France, 36,9% en Allemagne). En revanche, les écarts sont plus prononcés pour les entreprises dont le chiffre d'affaires est compris entre 10 et 50 millions d'euros (36,2% en France, 39,1% en Allemagne)

ou supérieur à 50 millions (30,5% en France, 33,1% en Allemagne, graphique 1).

En outre, les secteurs dont le poids économique est le plus important (en termes de valeur ajoutée ou d'actifs) se caractérisent par des ratios de capitaux propres plus élevés que la moyenne d'ensemble. Or, pour chacun de ces secteurs, les

représentation de ces secteurs à forte intensité en fonds propres. Au contraire, l'économie française est marquée par la plus large place occupée par les secteurs dans lesquels le taux de fonds propres est structurellement plus faible, à l'image de la construction (capitaux propres sur actifs : 25,3% en France contre 20,3% en Allemagne, part dans la valeur ajoutée : 6,9% en France contre 2,7% en Allemagne).



entreprises françaises présentent des ratios de fonds propres supérieurs à ceux des entreprises allemandes (cf. graphique 2). Toutefois, la sous-représentation de l'industrie manufacturière dans le tissu économique français n'est que partiellement compensée par la légère sur-

## 3. Moins d'autofinancement, plus d'augmentations de capital

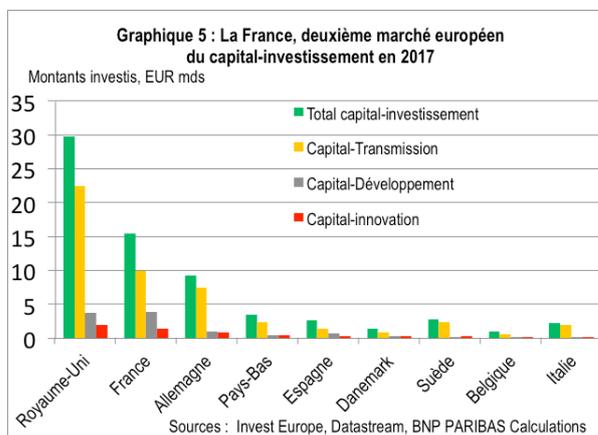
Alors qu'entre 2012 et 2017, les sociétés non financières françaises (SNF) ont dégagé une valeur ajoutée inférieure de 35% à celle des sociétés non financières allemandes, leurs émissions nettes (i.e. après rachats) annuelles d'actions et d'autres parts sociales furent, en moyenne, près de cinq fois plus élevées (EUR 82 mds contre EUR 18 mds), ce qui témoigne de l'absence de difficultés à lever des fonds propres pour la plupart des entreprises dans l'Hexagone. Cette hiérarchie vaut, de surcroît, quel que soit l'instrument considéré (actions cotées ou non cotées, autres parts sociales) et se renforce lorsque les émissions nettes sont exprimées en proportion de la valeur ajoutée (7,7% et 1%, respectivement, cf. graphique 3). Au cours de la même période 2012-2017, les bénéfices annuels réinvestis (appréhendés ici par l'épargne brute<sup>9</sup>) furent, en valeur absolue, plus de deux fois moins élevés en France (EUR 191 mds) qu'en Allemagne (388 mds) mais l'écart se réduit lorsque ceux-ci sont rapportés à la valeur ajoutée (19% et 22,3%, cf. graphique 4).

Finalement, les fonds propres des SNF ont connu une progression moins importante en France qu'en Allemagne en valeur absolue (EUR 273 mds par an contre 406 mds) mais supérieure en proportion de la valeur ajoutée (26,7% et 23,4% respectivement).

## La France, premier marché européen du capital-développement et deuxième marché européen du capital-innovation en 2017

En matière de capital-investissement, la France était, en 2017, le second marché européen en termes de montants investis (15,5 milliards





d'euros), derrière le Royaume-Uni (29,8 milliards) mais assez largement devant l'Allemagne (9,3 milliards), troisième marché européen (graphique 5).

Sur le segment du capital-innovation, l'écart était, en proportion, moins prononcé entre la France (1,4 milliard) et le Royaume-Uni (1,9 milliard). Il était, peu ou prou, comparable à celui observé pour l'ensemble du capital-investissement avec l'Allemagne (0,9 milliard). Surtout, l'Hexagone était le premier pays en termes de capital-développement (3,9 milliards) devant le Royaume-Uni (3,7 milliards) et loin devant l'Allemagne (0,9 milliard).

**Conclusion**

**Le ratio des capitaux propres aux actifs des entreprises non financières légèrement moins élevé en France traduit surtout le moindre poids de l'industrie manufacturière et l'importance relative de secteurs intrinsèquement moins**

**dotés en fonds propres dans l'économie plutôt qu'un véritable déficit en capitaux propres.** Dans un certain nombre de cas, les entreprises de taille comparable et appartenant au même secteur présentent d'ailleurs des ratios de fonds propres moyens plus élevés en France qu'en Allemagne, l'assertion valant davantage pour les PME que pour les grandes entreprises. Ainsi, le niveau moyen des capitaux propres légèrement moins élevé en France qu'en Allemagne semble davantage le symptôme du processus de désindustrialisation de la France plutôt qu'un véritable frein au développement des entreprises.

En outre, les entreprises françaises procèdent globalement à d'importantes levées de fonds propres et les montants qu'elles mobilisent dans le cadre du *private equity* placent la France sur le podium européen.

S'il convient de préserver, voire même de renforcer, en France, un l'attractivité fiscale de l'investissement en fonds propres, la situation comparée des entreprises françaises et allemandes en la matière suggère que la poursuite du déploiement de mesures visant à améliorer la compétitivité (prix et hors prix) des entreprises françaises, notamment dans les filières industrielles, reste nécessaire et constitue l'axe de politique économique le plus efficace.

**Laurent QUIGNON**

Recherche économique Groupe  
[laurent.quignon@bnpparibas.com](mailto:laurent.quignon@bnpparibas.com)

1 Bank for the Accounts of Companies Harmonized.  
 2 Le dirigeant en sait davantage que les créanciers et les actionnaires sur le risque de l'entreprise. Le risque d'un mauvais investissement conduit ces derniers à exiger une prime de risque sous la forme d'une baisse du prix auquel ils sont disposés à souscrire un nombre donné d'actions. Cela peut conduire à l'échec d'une augmentation de capital, si l'entreprise présente un risque inférieur au risque moyen correspondant à la prime de risque exigée.  
 3 Le « coût d'agence » des fonds propres désigne le coût de la vérification, par les actionnaires, que le dirigeant agit bien dans leur intérêt.  
 4 Kraus, A.; Litztenberger, R.H. (1973). "A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage". *Journal of Finance*.  
 5 Myers, Stewart C.; Majluf, Nicholas S. (1984). "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have". *Journal of Financial Economics*.  
 6 Hors activités financière et sociétés holding.  
 7 Les taux de couverture s'échelonnent de 39% (construction) à 74% (industrie manufacturière) en Allemagne et de 73% (transport) à 98% (énergie) en France. Cf. Brochure BACH, April 2018. [https://www.bach.banque-france.fr/index.php?page=telechargementFile&file=BACH\\_Brochure\\_201804.pdf](https://www.bach.banque-france.fr/index.php?page=telechargementFile&file=BACH_Brochure_201804.pdf)  
 8 NACE hors activité des sociétés holding (K642) et activité des sièges sociaux (M701).  
 9 Les bénéfiques non distribués étant nets des amortissements, il conviendrait de retenir, en toute rigueur, l'épargne nette de la consommation de capital fixe, plutôt que l'épargne brute. Les fortes incertitudes sur la mesure de la consommation de capital fixe conduisent cependant les comptes nationaux à continuer de privilégier dans tous les pays les agrégats bruts. Cf. Sicsic P. (2018), « Une vision après dépréciation du compte des sociétés non financières », *Bloc-Notes Eco*, avril, Banque de France. <https://blocnotesdeleco.banque-france.fr/billet-de-blog/une-vision-apres-depreciation-du-compte-des-societes-non-financieres>

**FINANCEMENT**

**L'affacturage, soutien de la croissance en France et à l'international**

L'affacturage est aujourd'hui la première technique de financement court terme des entreprises françaises, devant le découvert. Elle est actuellement utilisée par 43 000 entreprises françaises, dont 90 % des TPE/PME et bénéficie de taux de croissance extrêmement soutenus.

Bien que peu connue, l'affacturage est une technique de financement très ancienne, qui a rencontré un essor spectaculaire ces vingt dernières années. Elle offre la possibilité aux entreprises de combler rapidement leurs besoins de trésorerie grâce à un financement de leurs factures avant leur date d'échéance. Le principe : l'entreprise cède tout ou partie de ses factures, à un établissement spécialisé, le « factor » qui

les finance de manière anticipée et qui se charge de leur recouvrement, au risque de supporter l'éventuelle insolvabilité des débiteurs.

Accélérateur de liquidités, l'affacturage est utile aux entreprises de toute taille, de la PME à la multinationale, et à tous les stades de leur développement. L'affacturage permet notamment aux entrepreneurs de se consacrer pleinement au développement de leur entreprise, en externalisant la gestion de leurs relances.

**Un marché en forte progression**

Selon les données de l'Association française

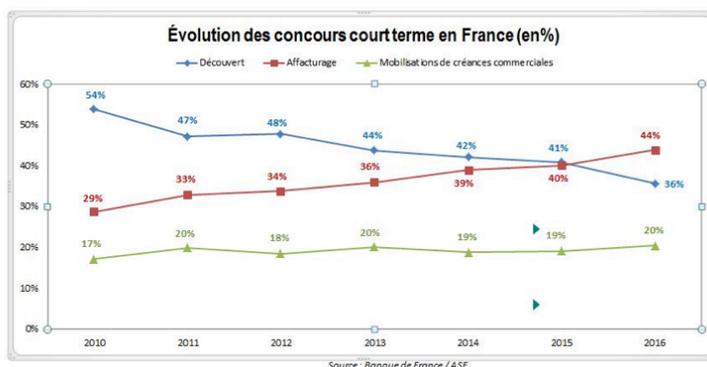
des sociétés financières (ASF), l'activité des sociétés d'affacturage a progressé de 9 % au premier trimestre 2018, soit près de 297 Mds€ de créances prises en charge. Le nombre des opérations a, quant à lui, augmenté de plus de 17 %. Le marché français bénéficie donc d'une croissance forte, portée notamment par les activités internationales qui représentaient en 2016 près de 29 % du chiffre d'affaires global.

Parmi les 10 principaux marchés d'affacturage au monde, le marché français a connu la plus forte croissance lors des dix dernières années. L'affacturage est une spécialité française, avec la 1<sup>ère</sup> place du classement mondial sur les activités de l'affacturage international, et la 3<sup>ème</sup>



en incluant le marché domestique, derrière la Chine (405,5 Mds€ de créances achetées en 2017, contre 291 Mds€ pour la France) et la Grande-Bretagne (324 Mds€). L'Hexagone est également le numéro 1 mondial en nombre de clients (43 000), devant la Grande-Bretagne (42 000) et l'Allemagne (27 000).

Si le secteur connaît en France un tel engouement, c'est parce que l'affacturage répond à un vrai besoin. Les entreprises réduisent ainsi leurs délais de paiement et externalisent leurs postes clients tout en se prémunissant du risque d'impayés (gestion des règlements, recouvrement des créances, lettrage...). L'affacturage est donc un outil souple, efficace et moderne pour soutenir la croissance des entreprises, de manière alternative ou complémentaire aux autres sources de financement.



demeure à un niveau conséquent (près de 11 jours en sus du délai légal).

En 2009, la loi de modernisation de l'économie du 4 août 2008 (LME) a plafonné les délais de règlement en France. Le délai convenu entre les parties pour régler les sommes dues ne peut désormais dépasser 60 jours à compter de la date d'émission de la facture, ou 45 jours fin de mois. La loi du 6 août 2015 pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques, dite « loi Macron », est venue compléter ce dispositif avec l'introduction d'amendes administratives (rehaussées par la loi du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique, dite « loi Sapin 2 »), et la mise en place d'une politique du « name and shame » vis-à-vis des mauvais payeurs. Ainsi le montant maximum des amendes a été porté à 75 000 € pour les personnes physiques et 2 000 000 € pour les personnes morales, le nombre de contrôles réalisés par la DGCCRF a été renforcé, et le nom des entreprises contrevenantes est désormais rendu public sur le site de la DGCCRF.

Malgré ce cadre réglementaire renforcé, les retards de paiement demeurent importants. Ils portent atteinte à la rentabilité des entreprises, leur trésorerie, leur compétitivité, mais aussi, pour les plus fragiles d'entre elles, leur existence même. En effet, une faillite d'entreprise sur quatre trouve encore son origine dans les délais de paiement, et 40 % des TPE disent être réglées

par l'Etat et les grandes entreprises après 60 jours. Ainsi, les retards de paiement représentent un manque à gagner de plus de 16 Mds€ en 2017 pour les PME françaises.

Certains secteurs d'activité souffrent plus que d'autres, notamment le BTP et l'hôtellerie-restauration qui restent très touchés par ces retards. Les acteurs bancaires développent de nouvelles offres pour répondre à leurs besoins de trésorerie, en finançant notamment 100 % de leurs créances publiques.

## Les enjeux de la numérisation

Afin d'endiguer ce phénomène, la loi Macron précitée a également institué une obligation d'acceptation des factures dématérialisées, entrant en vigueur progressivement jusqu'en 2020 pour tenir compte de la taille des entreprises concernées. Cette dématérialisation devrait en effet contribuer au raccourcissement des délais de paiement en simplifiant les processus de traitement des factures.

L'ensemble des facteurs a donc travaillé à la dématérialisation du processus de prise en charge des factures. Cette évolution de l'affacturage vers l'e-affacturage permet d'optimiser la cession et le traitement des créances, notamment en diminuant les risques de fraude. Avec à la clé, la possibilité pour les clients d'accéder à un financement en quelques heures seulement.

Face aux perpétuels changements de leur environnement, les entreprises ont besoin d'innover, de s'adapter et de concevoir de nouvelles façons de travailler. La numérisation des services permet de répondre à ces besoins nouveaux.

**Bozana DOURIEZ**

Directrice générale BNP Paribas Factor

## Évolution du CA du factoring du Top 5

(En milliards d'EUR)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Évolution 2016-2017
Chine	344	378	406	353	301	405	34%
Royaume-Uni	291	308	351	377	327	324	-1%
France	186	200	226	248	268	291	8%
Allemagne	157	171	190	209	217	232	7%
Italie	182	178	183	190	209	228	9%

Source : Factors Chain International (FCI)

## Le problème récurrent des délais de paiement

Bien que de nombreuses avancées réglementaires aient permis d'améliorer la situation, les entreprises françaises souffrent encore du non-respect des délais de paiement légaux. Le nombre de jours de retard diminue progressivement mais

## L'affacturage inversé ou « reverse factoring »

Plusieurs factors ont créé, il y a plus de cinq ans, une proposition de valeur à destination des grandes entreprises et de leurs fournisseurs, nommée « Reverse Factoring ». Le grand donneur d'ordre (ou la grande entreprise) offre la possibilité à ses fournisseurs de bénéficier d'un paiement avant la date d'échéance de ses factures, grâce à la mise en place d'un contrat d'affacturage inversé.

Le grand donneur d'ordre renforce ainsi ses

relations avec ses fournisseurs en prévenant leur risque de défaillance, sécurise ses approvisionnements, soutient son tissu économique, optimise son BFR, évite le risque d'image lié au « name and shame » et fait vivre ses engagements RSE en soutenant ses partenaires.

Le fournisseur du grand groupe, pour sa part, peut bénéficier d'un financement en 8 heures, à des conditions tarifaires négociées pour lui par le grand groupe. Il bénéficie d'une meilleure prévisibilité de sa trésorerie, de ses factures et choisit de façon 100 % digitale les créances qu'il

désire voir financer par anticipation.

Au-delà des offres d'affacturage traditionnelles, BNP Paribas Factor accompagne depuis plusieurs années de grands groupes dans la création de programmes d'affacturage inversé (ou reverse factoring). Cette technique de financement encore méconnue bénéficie d'un retour d'expérience extrêmement positif. Il a permis à de nombreux grands donneurs d'ordre de réduire le temps nécessaire à la validation des Bons A Payer (BAP) pour leurs fournisseurs et de raccourcir de manière conséquente le délais de paiement des factures correspondantes.

