

Le financement des entreprises belges dans une perspective européenne

V. Baugnet
M.-D. Zachary

Introduction

L'analyse du financement des entreprises non financières sur la base de données agrégées peut masquer d'importantes disparités, notamment en fonction de la taille de l'entreprise ou de son secteur d'activité. Ainsi, les petites entreprises sont généralement considérées comme largement dépendantes du crédit bancaire et rencontrant davantage de difficultés à se financer que les plus grandes. D'autre part, le secteur d'activité dans lequel la firme opère peut nécessiter un type de financement particulier (par exemple, un financement à très long terme dans les secteurs exigeant de grands travaux d'infrastructure; un financement « à risque » dans les secteurs dits innovants). Cet article a pour objectif de mettre en évidence l'influence de la taille et du secteur d'activité sur le mode de financement des entreprises en Belgique. Tenant compte de l'influence de ces facteurs, la situation financière des entreprises belges est ensuite comparée à celle des entreprises de la zone euro, les différences existantes étant mises en perspective avec les schémas institutionnels respectifs. Il est en effet probable que certaines caractéristiques institutionnelles, telles que le degré de protection des investisseurs, la transparence et l'information disponible via les marchés, le niveau de concurrence, ou la fiscalité, influent sur les choix de financement des entreprises.

L'ensemble de cette analyse s'appuie essentiellement sur des statistiques issues du bilan et du compte de résultats des entreprises belges, agrégées par classe de taille et par secteur d'activité. La base de données BACH (Bank for the Accounts of Companies Harmonised) gérée par la Commission européenne permet de comparer

valablement les entreprises belges avec celles de la zone euro. L'exploitation de résultats d'enquêtes récentes menées auprès de certaines catégories d'entreprises, en Belgique et dans l'Union européenne, fournit en outre une vision plus qualitative des conditions de financement des entreprises.

1. Description des données et précisions méthodologiques

1.1 Ventilation par taille et par secteur

Préalablement à la compilation des indicateurs de structure financière et à leur analyse, il est utile de procéder à une ventilation des entreprises belges simultanément par secteur d'activité et par classe de taille. Il est en effet probable que cette répartition ne soit pas homogène, certains secteurs étant dominés par la présence massive d'entreprises d'une taille précise. Les indicateurs de structure financière subissent alors l'influence conjointe de deux facteurs, la taille et le secteur d'activité, que l'analyse menée tout au long de cet article va tenter de séparer.

Issues de la Centrale des bilans, les données portent sur la période allant de 1995 à 2005 et couvrent les entreprises des secteurs marchands – hors agriculture, chasse, pêche et extraction ainsi que les institutions financières –, soit, en termes de codes NACE, les secteurs D, E, F, G, H, I et K (cf. tableau 1). Dans l'analyse quantitative, la taille d'une entreprise est définie uniquement sur la base du chiffre d'affaires : sont considérées comme petites, les entreprises qui réalisent un chiffre d'affaires inférieur à 10 millions

TABEAU 1 RÉPARTITION DES ENTREPRISES BELGES⁽¹⁾ PAR TAILLE D'ENTREPRISE ET PAR SECTEUR D'ACTIVITÉ
(pourcentages du total)

	Nombre d'entreprises	Emploi	Valeur ajoutée
Par taille (moyenne 1995-2005)			
Petites	97,4	39,3	31,6
Moyennes	2,0	19,2	17,9
Grandes	0,6	41,5	50,5
Par secteur d'activité (2005)			
D. Manufacturier	9,0	31,0	34,0
E. Fourniture d'électricité, gaz et eau	0,1	1,5	4,0
F. Construction	11,7	9,9	6,7
G. Commerce de gros et de détail	30,2	22,0	20,5
H. Hôtels et restaurants	6,8	3,4	1,8
I. Transports, entreposage et communications	4,7	13,8	13,9
K. Immobilier, leasing et services aux entreprises	37,6	18,5	19,1

Source: BNB (Centrale des bilans).

(1) Uniquement les entreprises des secteurs marchands – hors agriculture, chasse, pêche et extraction ainsi que les institutions financières.

d'euros; comme entreprises de taille moyenne, celles qui ont un chiffre d'affaires compris entre 10 et 50 millions d'euros (non compris); et comme grandes entreprises, celles qui disposent d'un chiffre d'affaires au moins égal à 50 millions d'euros.

Les petites entreprises sont de loin les plus nombreuses (97 p.c. du nombre total d'entreprises) et occupent 39 p.c. de l'emploi global tout en étant à l'origine de 32 p.c. de la valeur ajoutée produite. En dépit de leur nombre limité (moins de 1 p.c. du nombre total d'entreprises), les grandes entreprises sont prépondérantes en termes d'emploi et de valeur ajoutée, avec 42 p.c. et 51 p.c. respectivement. Les entreprises de taille moyenne occupent pour leur part 19 p.c. de l'emploi global et réalisent 18 p.c. de la valeur ajoutée.

Du point de vue sectoriel, toutes classes de taille confondues, trois secteurs dominent le paysage économique belge, en termes d'emploi et de valeur ajoutée. Il s'agit en premier lieu du secteur manufacturier (34 p.c. de la valeur ajoutée et 31 p.c. de l'emploi), suivi du secteur du commerce de gros et de détail (21 p.c. de la valeur ajoutée et 22 p.c. de l'emploi) et du secteur regroupant l'immobilier, le leasing et les services aux entreprises (19 p.c. de la valeur ajoutée et de l'emploi). Le secteur des transports et communications représente une part non négligeable (14 p.c.) de la valeur ajoutée et de l'emploi. Enfin, le secteur de la construction occupe 10 p.c. de la main-d'œuvre et assure 7 p.c. de la valeur ajoutée produite. Les deux secteurs restants, à savoir l'énergie

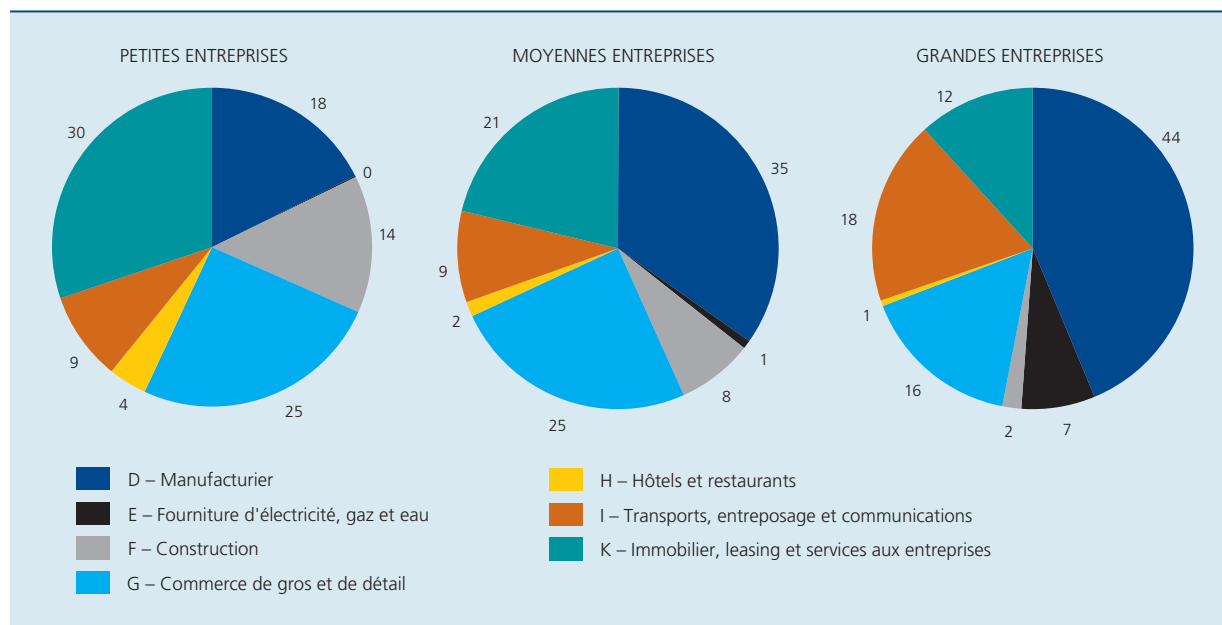
et l'horeca, ont une importance limitée, du moins d'un point de vue agrégé.

Les petites entreprises se concentrent davantage dans les secteurs des services à forte intensité de main-d'œuvre, tels que l'horeca, la construction, le secteur regroupant l'immobilier, le leasing et les services aux entreprises, et dans une moindre mesure, le commerce. Ceci est contrebalancé par une présence nettement moindre dans les secteurs hautement capitalisés, comme l'énergie, les transports et communications et le secteur manufacturier. Les grandes entreprises affichent une spécialisation sectorielle opposée: elles sont à l'origine d'environ 70 p.c. de la valeur ajoutée produite dans les secteurs hautement capitalisés précités, tout en étant nettement moins représentées dans les secteurs comme la construction et l'horeca. En revanche, les grandes firmes sont prépondérantes en termes de valeur ajoutée dans le secteur du commerce, ce qui traduit l'importance de la grande distribution dans notre pays. Enfin, les entreprises de taille moyenne présentent une ventilation sectorielle intermédiaire en regard des deux autres groupes d'entreprises.

1.2 Méthode d'ajustement des indicateurs financiers

Afin de mettre en évidence l'influence respective de la taille et du secteur d'activité de l'entreprise sur sa structure financière, les données « brutes » issues de la Centrale des bilans ont été corrigées. Pour mettre en évidence l'effet

GRAPHIQUE 1 RÉPARTITION SECTORIELLE DE LA VALEUR AJOUTÉE PAR TAILLE D'ENTREPRISE EN BELGIQUE⁽¹⁾
(2005)



Source : BNB (Centrale des bilans).

(1) Uniquement les entreprises des secteurs marchands – hors agriculture, chasse, pêche et extraction ainsi que les institutions financières.

« taille », l'ajustement opéré consiste à imposer à chaque classe de taille une structure sectorielle identique, qui est celle observée au niveau agrégé (toutes classes de taille confondues). Ceci se traduit analytiquement par :

$$Y(d)_t = \sum_s y(d)_{s,t} \cdot w_{s,t}$$

avec $Y(d)$ = valeur de la variable agrégée au niveau de la classe de taille d

$y(d)_s$ = valeur individuelle de la variable au niveau de la combinaison classe de taille d , secteur s

w_s = part de chaque secteur dans la valeur ajoutée globale (toutes classes de taille confondues)

s = 1, ... S secteurs

d = 1, ... D classes de taille

t = 1, ... T années

Parallèlement, pour mettre en évidence l'effet « secteur », l'ajustement revient à considérer que la structure par classe au sein de chaque secteur est équivalente à celle observée au niveau agrégé (tous secteurs confondus), ce qui s'énonce :

$$Y(s)_t = \sum_d y(s)_{d,t} \cdot w_{d,t}$$

Tous les indicateurs ont été calculés séparément pour la période allant de 1995 à 2005, mais seules les moyennes de la période sont exposées dans cet article, qui n'aborde pas les aspects conjoncturels du financement des entreprises.

Les indicateurs retenus pour caractériser la structure financière sont multiples. En premier lieu, l'ampleur de l'endettement est étudiée, par rapport à la valeur des fonds propres (*debt-to-equity*) ou à celle de l'ensemble des actifs (*debt-to-assets*). Si la première mesure illustre l'arbitrage classique entre endettement et fonds propres, la seconde tient compte de la nature de l'activité de l'entreprise, intensive ou non en capital, et des exigences corollaires en termes d'investissement et de financement. Ces deux indicateurs permettent par ailleurs une évaluation du caractère équilibré et sain de la structure financière globale de l'entreprise.

La nature de l'endettement est ensuite analysée, en l'occurrence la part respective des crédits bancaire, commercial et autre dans l'endettement global⁽¹⁾ ainsi que la maturité de l'endettement (endettement à court terme *versus* endettement à long terme). Les charges financières liées à l'endettement que sont les charges d'intérêts,

(1) Les données utilisées ne recensent pas les émissions de titres à revenu fixe.

sont examinées en proportion des dettes financières mais également en proportion du *cash-flow*. Si la première mesure estime un coût moyen des dettes, la seconde rend compte de la charge financière de remboursement que l'endettement fait peser sur l'entreprise en comparaison des flux de trésorerie disponibles. Il est à noter que la notion de charges d'intérêts couvre les intérêts payés sur toutes les formes d'emprunts, qu'ils soient octroyés par des établissements de crédit ou par d'autres sociétés non financières (financement intra-groupe) ou qu'ils soient payés sur des emprunts obligataires.

Enfin, la structure du passif des entreprises est mise en perspective avec la structure de leur actif. Associée à un aperçu de leur politique d'investissement, cette mise en perspective permet un éclairage de la position financière des entreprises en relation avec la nature de leur activité. L'examen simultané des deux faces du bilan des entreprises autorise en outre une évaluation de leur degré de liquidité et de solvabilité.

2. Taille et structure financière

Plusieurs éléments laissent penser que les petites entreprises connaissent un mode de financement différent de celui des firmes plus grandes, voire qu'elles sont sujettes à des contraintes financières.

Il est vraisemblable que les problèmes d'asymétrie d'information soient plus prégnants au niveau des petites entreprises, qui souffrent souvent d'une certaine opacité informationnelle (OCDE, 2006). Contrairement aux grandes firmes, elles n'émettent pas de titres faisant l'objet d'une cotation systématique sur les marchés financiers et sont ainsi moins suivies par les analystes. Moins de publicité est faite autour de leur activité ou des contrats qu'elles passent avec leurs clients ou fournisseurs. Par conséquent, les petites entreprises rencontrent plus de difficultés pour

affirmer leur qualité ou se bâtir une réputation (Berger et Udell, 1998). Cela est d'autant plus vrai qu'une petite firme peut aussi être une firme jeune, et/ou une firme qui se lance dans un secteur plus risqué, ou dans un créneau moins ou pas du tout développé (innovation). L'asymétrie d'information entraînant des coûts (*screening, contracting, monitoring costs*, etc.) dans le chef du bailleur de fonds, ceux-ci peuvent restreindre l'accès au financement des petites firmes. En outre, lorsque ces coûts ont une composante fixe, le coût moyen diminue avec la taille de l'emprunteur, ce qui incitera par exemple les banques à privilégier les clients de plus grande taille. Les petites firmes ont généralement moins d'actifs disponibles à mettre en gage (*collateral*) afin de protéger les créanciers contre les problèmes liés à la sélection adverse ou à l'aléa moral. Enfin, les petites firmes ont un pouvoir de négociation moindre que les entreprises plus grandes.

2.1 Analyse quantitative

L'analyse qui suit compare les indicateurs de structure financière au sein des trois classes (de taille) d'entreprise (petite, moyenne et grande). Les indicateurs bruts ont été ajustés de manière à ce que la ventilation sectorielle soit identique au sein de chaque classe d'entreprise et corresponde à la ventilation sectorielle de l'ensemble de l'économie (cf. section 1.2.).

On ne distingue aucune relation linéaire entre la taille de l'entreprise et son niveau d'endettement, quel que soit l'indicateur utilisé (*debt-to-equity, debt-to-assets* ou *debt/cash-flow*). Sur la base de ces trois indicateurs, ce sont les entreprises de taille moyenne qui présentent les plus hauts niveaux d'endettement, mais sans être significativement différents des deux autres classes. Il est important de mentionner que le concept d'endettement calculé sur la base du bilan inclut tous les types de dettes, en ce compris les dettes commerciales, les dettes fiscales,

TABLEAU 2 INDICATEURS DE STRUCTURE FINANCIÈRE : INCIDENCE DE LA TAILLE ⁽¹⁾
(moyennes 1995-2005, pourcentages)

	<i>Debt-to-equity</i> (endettement / fonds propres)	Part des dettes bancaires dans l'endettement total	Part des liquidités dans l'actif total	Part des charges d'intérêts dans le <i>cash-flow</i>
Petites	165,0	29,2	6,0	32,7
Moyennes	175,8	24,3	4,0	29,7
Grandes	164,5	21,5	1,8	27,3

Source: BNB (Centrale des bilans).

(1) Indicateurs ajustés pour que la ventilation sectorielle soit identique au sein de chaque classe de taille. L'ensemble des indicateurs financiers, y compris ceux qui ne sont pas illustrés dans le corps de l'article, sont présentés dans le tableau A de l'annexe.

salariales et sociales, les dettes contractées envers des associés ou des entreprises liées, en plus de celles contractées auprès des établissements de crédit.

En revanche, la structure de l'endettement, et en particulier la proportion de dettes bancaires dans l'endettement total, semble dépendre de la taille de l'entreprise. Les petites entreprises sont plus dépendantes du crédit bancaire que les entreprises de taille moyenne, qui elles-mêmes y ont plus largement recours que les grandes. Les entreprises de taille moyenne font un usage plus intensif des dettes commerciales que leurs consœurs. Relativement onéreux, ce mode de financement peut se révéler utile dans le cadre de la gestion de trésorerie. Dans certains cas, les fournisseurs détiennent, par rapport aux banques, un avantage informationnel sur l'activité de leurs clients et/ou peuvent utiliser le crédit commercial comme mécanisme incitatif. Enfin, les autres dettes, qui regroupent, entre autres, les dettes non commerciales contractées envers des associés ou des entreprises liées, sont légèrement plus élevées chez les petites et les grandes firmes. On peut faire l'hypothèse qu'au niveau des grandes firmes, il s'agit de prêts intra-groupe, généralement fiscalement avantageux et éventuellement conclus au niveau international. En ce qui concerne les petites firmes, il s'agit plus probablement de prêts octroyés par des associés ou des proches. La maturité moyenne de l'endettement ne varie pas linéairement en fonction de la taille de l'entreprise.

Les charges d'intérêts exprimées en proportion du montant total des dettes sont légèrement plus élevées chez les petites entreprises que chez les autres. Rapportées au *cash-flow*, ces charges décroissent également en fonction de la taille de l'entreprise.

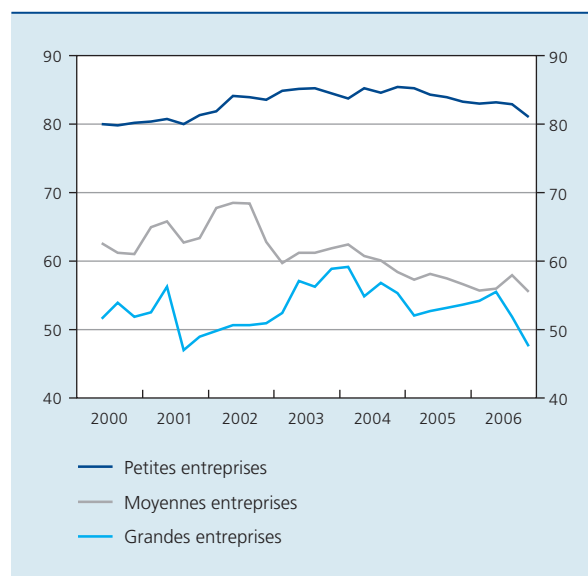
La décomposition de l'actif, en ses principales catégories, soit les immobilisations corporelles, les immobilisations financières et les actifs circulants, ne diffère pas fondamentalement en fonction de la taille de l'entreprise, à l'exception d'une plus grande proportion d'actifs financiers chez les grandes entreprises. Néanmoins, on observe que plus la taille de l'entreprise est faible, plus elle tend à conserver une plus grande partie de son actif sous forme de liquidités, ce qui peut s'interpréter comme un signe d'anticipation de contraintes financières. Rapporté à la taille de l'entreprise, l'investissement présente un profil en U: il est inférieur chez les entreprises de taille moyenne à ce qu'il est chez les petites et grandes firmes.

2.2 Analyse qualitative

Le recours plus important au crédit bancaire par les petites entreprises est confirmé par l'examen du degré d'utilisation des crédits, à savoir le ratio des crédits bancaires utilisés sur les crédits autorisés. Ventilées par taille d'entreprise, les données belges montrent que le degré d'utilisation des crédits s'échelonne de manière inverse à la taille des entreprises. Ceci peut s'expliquer par l'absence ou la quasi-absence de modes de financement alternatifs chez les petites entreprises, mais peut aussi refléter une corrélation négative entre la taille de l'entreprise emprunteuse et l'estimation du risque. Ainsi, les banques accordent plus facilement des crédits aux moyennes et grandes entreprises, qui en utilisent une moindre partie que les petites.

Par ailleurs, les résultats d'enquêtes sont également susceptibles d'affiner qualitativement notre connaissance du financement spécifique des PME. La prudence est cependant de rigueur dès lors que l'on veut comparer les résultats d'enquêtes différentes. En effet, outre des différences d'ordre méthodologique, telles que l'échantillonnage, la formulation des questions, etc., la période de réalisation de l'enquête peut fortement en influencer les résultats. Cette section passe en revue l'enquête sur les investissements menée en Belgique et l'enquête Eurobaromètre sur le financement des PME.

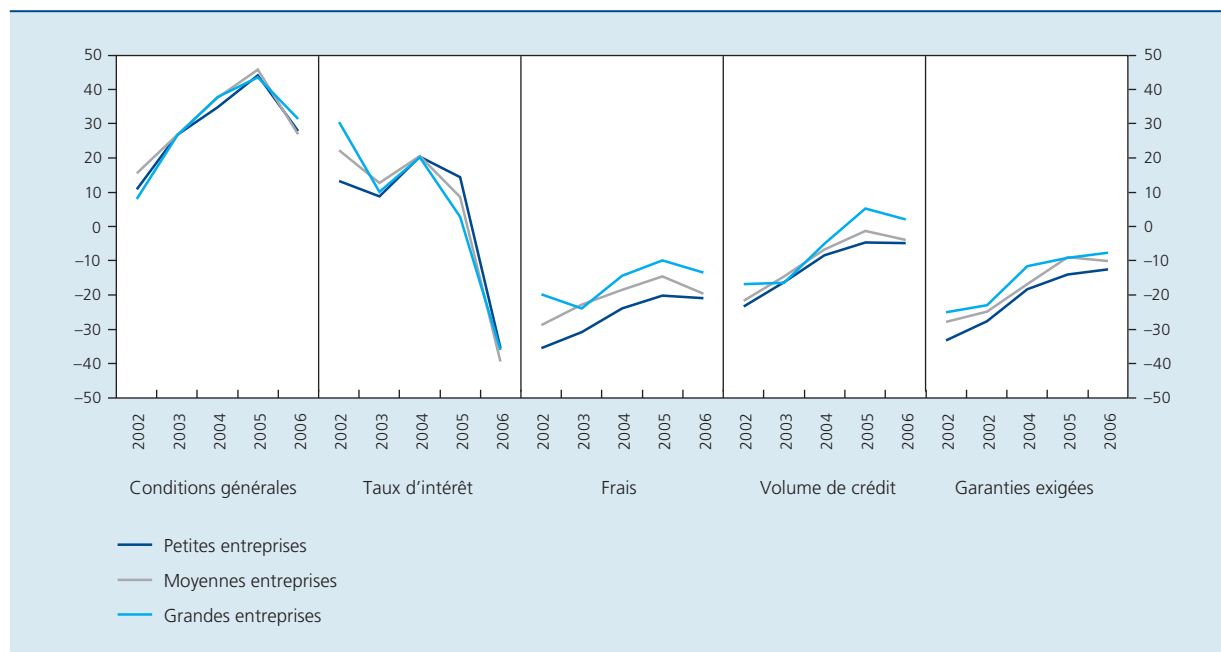
GRAPHIQUE 2 DEGRÉ D'UTILISATION EN BELGIQUE DES CRÉDITS AUTORISÉS PAR TAILLE D'ENTREPRISE ⁽¹⁾
(encours en fin de trimestre, pourcentages)



Source : BNB.

(1) Sont considérées comme petites entreprises, les sociétés qui ont déposé un schéma abrégé de comptes annuels. Celles qui ont déposé un schéma complet sont considérées comme grandes ou moyennes selon que le chiffre d'affaires de deux années consécutives a été supérieur ou non à 37,2 millions d'euros.

GRAPHIQUE 3 ENQUÊTE SUR LES INVESTISSEMENTS : ÉVALUATION DES CONDITIONS DE CRÉDIT PAR TAILLE D'ENTREPRISE EN BELGIQUE ⁽¹⁾
(solde des réponses positives et négatives, pourcentages)



Source : BNB (Enquête sur les investissements).

(1) Sont considérées comme petites entreprises les sociétés qui comptent entre 1 et 49 travailleurs. Celles qui occupent entre 50 et 249 travailleurs sont considérées comme moyennes et celles de 250 travailleurs et plus, comme grandes.

L'enquête sur les investissements, réalisée par la Banque depuis 2002, interroge chaque automne les entreprises belges sur leur perception des conditions de crédit bancaire. Selon cette enquête, on ne constate pas de différence notable dans l'appréciation globale des conditions de crédit bancaire selon la taille de l'entreprise, ni en termes de niveau, ni en termes d'évolution. Ainsi, les trois catégories d'entreprises (petites, moyennes et grandes) ont perçu en 2006 une dégradation très similaire des conditions de crédits, ce qui laisse supposer une confrontation égale à la hausse des taux d'intérêt, principale cause de la dégradation.

Les données plus détaillées semblent néanmoins indiquer, sur l'ensemble de la période d'observation, un moindre taux de satisfaction des petites entreprises, du point de vue des frais et des garanties exigées pour l'accès au crédit.

De son côté, l'enquête Eurobaromètre portant sur le financement des PME a été menée par téléphone en septembre 2005, auprès de 3.047 PME de l'Union européenne (quinze pays), employant de 1 à 249 personnes. Elle avait pour objectif d'évaluer les difficultés auxquelles les PME font face dans l'accès au financement de leur activité. En Belgique, 202 entreprises ont été interrogées.

L'enquête menée à l'échelle européenne par Eurostat garantit la représentativité des données pour chaque pays et permet des comparaisons entre États. En outre, au niveau européen, une présentation des résultats par taille d'entreprise est fournie: micro entreprises (moins de 10 travailleurs), petites entreprises (entre 10 et 49 travailleurs) et moyennes entreprises (entre 50 et 249 travailleurs).

Cette enquête abordait notamment la question des entraves au développement de l'activité des PME. Les résultats amènent à relativiser les difficultés rencontrées par les PME dans le financement de leur activité. Si celles-ci sont bien réelles, elles ne deviennent un véritable problème que dans de rares cas et moins souvent en Belgique que dans l'ensemble de l'UE15. En effet, à la question de savoir ce qui permettrait de mieux assurer leur développement futur, les PME européennes n'ont été que 14 p.c. à citer un meilleur accès aux différentes sources de financement. En Belgique, seulement 6 p.c. d'entre elles l'ont désigné. Ce critère se classe troisième en importance dans l'UE15, après des régulations sociales et fiscales mieux adaptées à l'activité et une plus grande disponibilité de personnel qualifié. En Belgique, un meilleur accès aux moyens de financement se classe en cinquième position par ordre d'importance, loin

derrière les réglementations sociales et fiscales (citées par 41 p.c. des PME) et la disponibilité de personnel qualifié (18 p.c.).

Par ailleurs, l'une des questions de l'enquête Eurobaromètre portait sur la perception qu'ont les PME de l'accès au financement bancaire, qui est, suivant l'enquête, le mode de financement le plus courant pour couvrir leurs besoins de financement. Le sentiment concernant la facilité d'accès à ce type de crédit apparaissait mitigé. Au total, pour l'ensemble des PME de l'UE15, 46 p.c. des firmes ressentait l'accès au crédit bancaire comme aisé, un chiffre proche de celui de la Belgique (45 p.c.), tandis que 47 p.c. (42 p.c. pour la Belgique) le ressentait comme difficile. Il est à noter que l'analyse des résultats faisait état de fortes variations d'un pays à l'autre.

Par ailleurs, plus la taille de la firme était grande, plus l'accès au crédit bancaire était perçu comme aisé : 59 p.c. des entreprises de taille moyenne de l'UE15 le percevaient comme tel, contre 47 p.c. des petites entreprises et 46 p.c. des micro entreprises.

La vision qu'a l'entrepreneur de l'attitude des banques a été examinée de manière plus détaillée via cinq questions portant sur le comportement des banques en matière de prêts aux entreprises, sur le soutien reçu des banquiers, sur leur compréhension des spécificités

du secteur d'activité, sur la correspondance entre l'offre des banques et les besoins de l'entreprise et, enfin, sur la nécessité pour l'entreprise d'obtenir un prêt bancaire pour développer son activité. Selon ces critères, les PME montraient une attitude plutôt positive vis-à-vis de l'accès au crédit bancaire. En moyenne, dans l'Union européenne (UE15), 51 p.c. des entreprises interrogées fournissaient des réponses globalement positives. Ce pourcentage était plus élevé en Belgique, de l'ordre de 57 p.c.

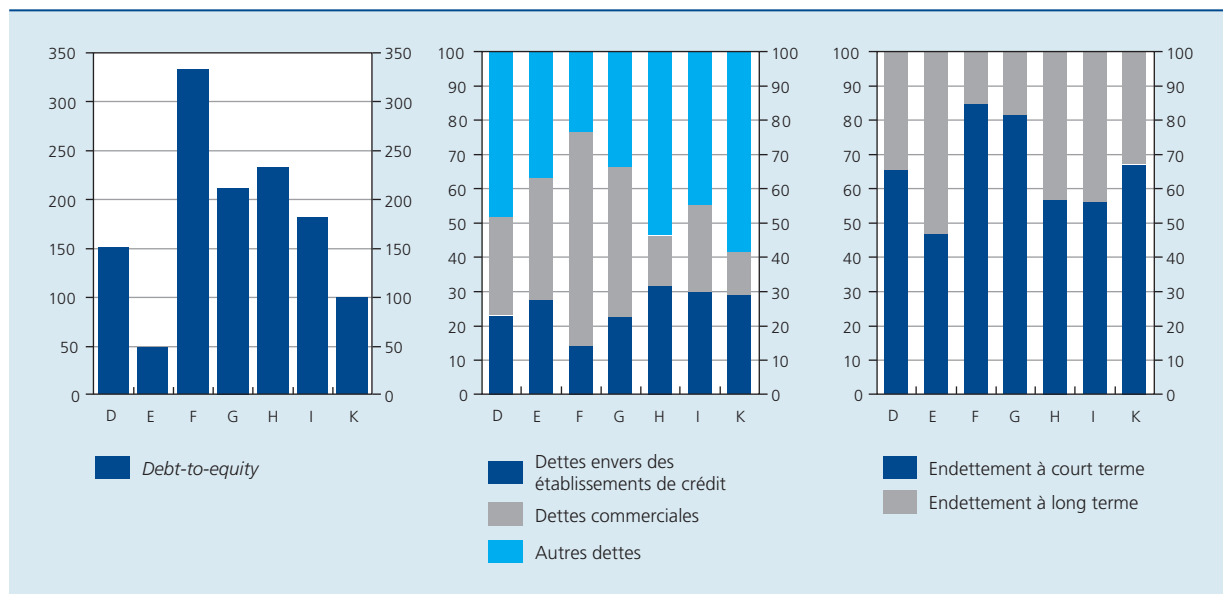
3. Secteur d'activité et structure financière

3.1 Analyse quantitative

3.1.1 Le financement des secteurs traditionnels

Du point de vue de l'endettement global, mesuré par les ratios *debt-to-equity*, *debt-to-assets* ou *debt/cash-flow*, l'horeca, le secteur du commerce de gros et de détail et surtout celui de la construction apparaissent beaucoup plus endettés que les autres. Inversement, le secteur énergétique, le secteur manufacturier ainsi que celui qui regroupe l'immobilier, le leasing et les services aux entreprises, présentent des taux d'endettement généralement en dessous de la moyenne.

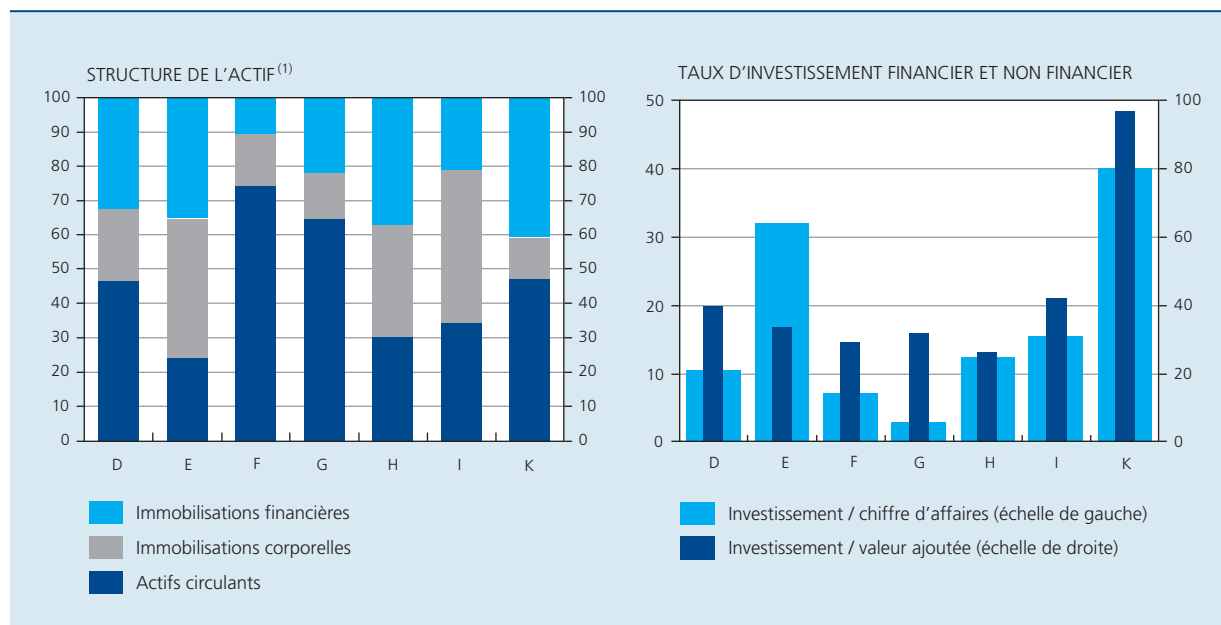
GRAPHIQUE 4 AMPLIEUR, STRUCTURE ET MATURITÉ DE L'ENDETTEMENT DES ENTREPRISES BELGES : INCIDENCE DU SECTEUR D'ACTIVITÉ⁽¹⁾
(moyennes 1995-2005, pourcentages)



Source : BNB (Centrale des bilans).

(1) Indicateurs ajustés pour que la ventilation par classe de taille soit identique au sein de chaque secteur. L'ensemble des indicateurs financiers, y compris ceux qui ne sont pas illustrés dans le corps de l'article, sont présentés dans le tableau B de l'annexe.

GRAPHIQUE 5 STRUCTURE DE L'ACTIF⁽¹⁾ ET TAUX D'INVESTISSEMENT DES ENTREPRISES BELGES: INCIDENCE DU SECTEUR D'ACTIVITÉ⁽²⁾
(moyennes 1995-2005, pourcentages)



Source : BNB (Centrale des bilans).

(1) Hors immobilisations incorporelles et frais d'établissement.

(2) Indicateurs ajustés pour que la ventilation par classe de taille soit identique au sein de chaque secteur. L'ensemble des indicateurs financiers, y compris ceux qui ne sont pas illustrés dans le corps de l'article, sont présentés dans la table B de l'annexe.

Les secteurs de la construction et du commerce, globalement très endettés, enregistrent une part importante de dettes commerciales tandis que la proportion de l'endettement bancaire y est plus limitée que dans les autres secteurs. Ce sont les secteurs de l'horeca, des transports et communications et de l'immobilier, leasing et services aux entreprises qui affichent la proportion la plus élevée de crédit bancaire au sein de l'endettement total.

La maturité moyenne de l'endettement est aussi très différente d'un secteur à l'autre. Ainsi les secteurs de la construction et du commerce recourent essentiellement à de l'endettement à court terme: celui-ci représente en effet plus de 80 p.c. de l'endettement global contre 66 p.c. en moyenne tous secteurs confondus. Inversement, le secteur énergétique, proportionnellement très peu endetté, l'est davantage à long terme (plus de 50 p.c. de l'endettement global). La part de l'endettement à long terme est également importante dans les secteurs de l'horeca et des transports et communications.

Les différences sectorielles en termes de structure et de maturité de l'endettement ont une contrepartie à l'actif du bilan des entreprises. Les entreprises actives dans la construction et le commerce disposent de beaucoup d'actifs circulants, et en particulier de liquidités, en

proportion de l'ensemble de leurs actifs: leurs clients payent une partie des services offerts à l'avance (cas typique de la construction), au comptant (grande distribution), ou dans des délais très courts. Elles disposent ainsi d'une avance de liquidités pour faire face aux échéances régulières de paiement vis-à-vis de leurs fournisseurs. Comme ces secteurs ont un taux d'investissement parmi les plus faibles, leur recours à un financement bancaire à plus long terme demeure limité.

En revanche, les secteurs énergétique, des transports et communications, ainsi que dans une certaine mesure celui de l'horeca, disposent de vastes immobilisations corporelles, en plus d'actifs financiers abondants. Les deux premiers secteurs cités font traditionnellement face à des investissements (d'infrastructure de réseaux notamment) de très grande ampleur; le secteur de l'horeca dispose par nature d'un vaste parc immobilier. Les entreprises de ces secteurs privilégieront donc naturellement un mode de financement à plus long terme. Celui-ci sera facilité par la mise en garantie des actifs sous-jacents, ainsi que par les vastes fonds propres que détiennent les entreprises de ces secteurs.

La correspondance de maturité entre les deux faces du bilan, analysée du point de vue sectoriel, a pour corollaire des niveaux de liquidité (capacité des entreprises à

mobiliser les moyens de trésorerie nécessaires pour faire face à leurs engagements à court terme) et de solvabilité (capacité des entreprises à honorer l'ensemble de leurs engagements, à court et long termes) tout à fait satisfaisants. Seul le secteur de l'horeca affiche, sur l'ensemble de la période d'observation, un niveau de liquidité relativement préoccupant.

3.1.2 Le financement de l'innovation

L'innovation, tout comme la création d'entreprise, sont des activités à risque car empreintes d'un niveau élevé d'incertitude. L'analyse qui suit va tenter de voir dans quelle mesure le niveau élevé d'incertitude peut avoir des répercussions sur le type d'investisseurs, ou sur la forme du financement, dans les secteurs dits innovants.

On peut en effet supposer que le secteur bancaire éprouve une aversion pour le risque plus marquée face au financement de l'innovation, ce qui, au delà des problèmes classiques liés à l'asymétrie d'information, découle du fait que les entreprises qui consacrent une large part de leurs activités à la R&D présentent souvent aussi une insuffisance de garanties (cf. notamment OCDE (2006) et Carpenter et Petersen (2005)).

Le capital à risque, et plus particulièrement celui fourni par les *business angels* et les *venture capitalists*, constitue une autre source possible de financement pour les entreprises innovantes. Par ailleurs, les pouvoirs publics ont un rôle important à jouer pour soutenir ce marché, notamment au profit des PME fortement orientées vers la R&D.

La définition des secteurs innovants analysés dans cette section repose sur la classification de l'OCDE, qui a proposé une méthode destinée à classer les secteurs

industriels et les produits manufacturés des pays membres selon leur intensité technologique (OCDE, 1997). Cet effort de classification a permis d'identifier les secteurs les plus innovants en fonction du niveau de leur intensité technologique. Selon cette classification, les secteurs identifiés comme étant à haute ou à moyenne-haute technologie sont (les codes NACE correspondants sont renseignés entre parenthèses) :

- la chimie (24), dont la pharmacie (244);
- les machines et équipements (29);
- les technologies de l'information et de la communication (30, 32);
- les machines et appareils électriques (31);
- les instruments médicaux, de précision, d'optique et d'horlogerie (33);
- la construction et l'assemblage de véhicules automobiles (34);
- la fabrication d'autres matériels de transport (35), dont l'aérospatiale (353).

L'ensemble de ces sous-secteurs, qui font exclusivement partie du secteur manufacturier, représente le secteur innovant dans l'analyse qui suit. Étant donné le poids très important de la chimie dans l'industrie belge ainsi que ses caractéristiques propres, notamment les dépenses très élevées en R&D, la forte internationalisation et la présence massive de moyennes et grandes firmes, ce secteur a été considéré isolément. L'analyse ci-après compare donc les caractéristiques de structure financière du secteur manufacturier non innovant avec le secteur manufacturier innovant et le secteur de la chimie. Parallèlement à ce qui a été effectué dans la sous-section précédente, les données brutes issues des bilans ont été corrigées selon la ventilation moyenne par classe de taille d'entreprise de l'ensemble de l'économie, de manière à neutraliser l'incidence de la taille sur les caractéristiques financières des sous-secteurs analysés.

TABLEAU 3 INDICATEURS DE STRUCTURE FINANCIÈRE: INCIDENCE DE L'INNOVATION ⁽¹⁾
(moyennes 1995-2005, pourcentages)

	<i>Debt-to-equity</i> (endettement / fonds propres)	Part du crédit bancaire dans l'endettement total	Part de l'endettement à court terme dans l'endettement total	Charges d'intérêts sur l'endettement total
Manufacturier non innovant ...	165,3	23,4	64,1	3,6
Manufacturier innovant ⁽²⁾	175,7	17,0	78,1	3,2
Chimie	108,0	15,9	63,0	3,4

Source: BNB (Centrale des bilans).

(1) Indicateurs ajustés pour que la ventilation par classe de taille soit identique au sein de chaque secteur.

(2) Hors chimie.

En termes de structure globale de financement, approchée par le ratio d'endettement sur fonds propres (*debt-to-equity*), les entreprises innovantes apparaissent plus endettées que les non innovantes. Calculé pour le seul secteur de la chimie, le ratio d'endettement paraît en revanche très nettement inférieur aux autres secteurs étudiés. Un examen plus approfondi des ratios financiers indique que ce n'est pas le niveau absolu de l'endettement qui conditionne cette situation : rapporté au chiffre d'affaires, l'endettement est inférieur dans les secteurs innovants à ce qu'il est dans les secteurs non innovants ; les entreprises du secteur chimique affichent pour leur part un ratio encore plus élevé. C'est essentiellement l'ampleur des fonds propres, très abondants dans la chimie, mais nettement plus faibles dans les autres secteurs innovants, qui influence le niveau du ratio *debt-to-equity*.

Au sein de l'endettement global, le recours au crédit bancaire est plus faible dans les secteurs innovants (chimie et autres) que dans le reste du secteur manufacturier. Cela peut être le signe d'une certaine frilosité des banques vis-à-vis des secteurs plus risqués ; si tel est le cas, elle semble passer plus volontiers par un certain rationnement du crédit que par l'application de tarifs plus élevés, comme en témoignent les charges d'intérêt moyennes rapportées à l'endettement qui ne diffèrent que très peu selon que le secteur est innovant ou non. La très forte internationalisation du secteur chimique, et en particulier de la pharmacie, se traduit probablement par des flux financiers intra-groupe conséquents, ce qui diminue automatiquement la proportion de crédit bancaire dans le total des crédits reçus.

Enfin, il s'avère que les secteurs innovants, hors chimie, reçoivent nettement plus de crédits à court terme que les secteurs plus traditionnels. Ceci est conforme à l'hypothèse du *staging*⁽¹⁾ qui énonce que, confrontés à des projets plus risqués, les investisseurs (banques ou autres) échelonnent les fonds octroyés, de façon à minimiser le risque de pertes encourues et à entretenir la menace de ne pas renouveler le crédit pour imposer une certaine discipline aux gestionnaires.

3.2 Analyse qualitative

Cette section passe en revue les différentes enquêtes disponibles sur le financement des entreprises innovantes et détaille leurs résultats pour la Belgique, en les comparant avec les données européennes lorsqu'elles existent.

L'enquête CIS, Community Innovation Survey (Commission européenne, 2004), constitue une première source d'informations à cet égard. Elle fournit notamment des

données sur les entraves au développement de l'innovation et est réalisée dans tous les pays européens, auprès des entreprises qui comptent au minimum dix salariés, par le biais d'un questionnaire commun et d'une méthodologie d'enquête élaborée par Eurostat, ce qui rend valides les comparaisons à l'échelle européenne. Les résultats qui suivent proviennent de la troisième enquête communautaire sur l'innovation (CIS3) et couvrent la période allant de 1998 à 2001.

Les résultats montrent que, d'une manière générale, les entreprises qui développent une activité innovante sont plus nombreuses à faire état de facteurs entravant celle-ci que les entreprises sans activité innovante.

Au sein de l'Union européenne, les principaux facteurs susceptibles de freiner le développement de l'innovation sont, par ordre d'importance, les coûts élevés associés à l'innovation (facteur cité par 24 p.c. des entrepreneurs interrogés), le manque de financements appropriés (19 p.c.), les risques économiques perçus comme excessifs (17 p.c.) et le manque de personnel qualifié (16 p.c.).

En Belgique, on constate que, quel que soit le facteur cité, le pourcentage d'entreprises déclarant des entraves au développement de l'innovation est moindre que dans l'Union européenne. Le premier facteur en importance pour les entreprises développant une activité d'innovation est le manque de personnel qualifié (facteur cité par 11 p.c. des répondants) ; ensuite viennent le manque de financements appropriés (10 p.c.), les coûts élevés de l'innovation (10 p.c.) et une flexibilité insuffisante des normes ou des règlements (8 p.c.).

Ainsi, le manque de financement se ferait davantage sentir auprès des entreprises innovantes qu'auprès des PME en général⁽²⁾. Ceci pourrait être dû à un besoin de financement spécifique propre aux PME innovantes, lesquelles ne trouveraient que difficilement des fonds appropriés sur le marché. À ce titre, Bozkaya et Van Pottelsberghe (Solvay Business School) ont mené, en 2003, une enquête sur le financement des très petites entreprises à haute technologie en Belgique (Bozkaya et Van Pottelsberghe, 2004). Cette enquête est basée sur un échantillon de 103 firmes actives dans les secteurs technologiques (cf. ci-dessus) et non cotées. Elle a été réalisée au cours du dernier trimestre de 2003 auprès de *start-up* et de *spin-off*, établies entre 1985 et 2002. Ces firmes avaient également

(1) Ce terme est surtout utilisé dans l'industrie du capital à risque, où les investisseurs peuvent subordonner leur engagement à continuer à investir à l'obtention d'un certain rendement au terme d'un premier round de financement. Le *staging* est considéré comme une des outils les plus puissants pour inciter le manager à accroître ses performances (Baeyens et Manigart, 2006).

(2) Afin de comparer rigoureusement les deux types d'entreprise, il aurait fallu que les deux enquêtes (Eurobaromètre et CIS) aient été réalisées plus ou moins au même moment, ce qui n'est pas le cas.

TABLEAU 4 SOURCES DE FINANCEMENT DES PETITES ENTREPRISES BELGES À HAUTE TECHNOLOGIE
SELON LE STADE DE DÉVELOPPEMENT

	Amorçage	Démarrage	Expansion	Développement
Nombre d'observations	103	99	85	41
Pourcentages de cas				
Financement interne				
Ressources personnelles des entrepreneurs	82	48	28	17
Famille et amis	35	18	12	7
<i>Retained earnings</i>	0	0	5	7
Financement externe par endettement				
Crédits bancaires	8	28	40	36
Subsides publics	20	33	17	14
Crédits d'institutions non financières	1	8	9	10
Autres	1	2	3	5
Financement externe via fonds propres				
<i>Business angels</i>	10	20	17	5
<i>Venture capital</i>	13	26	30	21
Autres	2	2	3	4

Source: Bozkaya et Van Pottelsberghe, 2004.

pour caractéristiques d'employer moins de 50 personnes et de disposer d'actifs inférieurs à 5 millions d'euros. L'enquête permet en outre de distinguer les difficultés rencontrées par ces entreprises en fonction de leur stade de développement (amorçage, démarrage, expansion et développement).

Les résultats font apparaître qu'un grand nombre de petites entreprises belges de haute technologie rencontrent des difficultés dans l'accès à des sources externes de financement aux stades précoces de leur développement (amorçage et démarrage). Le financement interne s'avère dès lors crucial pour démarrer et commencer à développer l'activité. Les ressources personnelles des entrepreneurs constituent, d'après l'enquête, la première source de financement durant la phase d'amorçage dans 82 p.c. des cas; la deuxième source la plus importante de financement à ce stade étant constituée par la famille et les amis (35 p.c.). Viennent ensuite les subsides publics, en tant que source de financement externe.

Au cours des stades suivants de développement, les subsides publics et le crédit bancaire gagnent en importance et deviennent les principales sources de financement. Selon l'enquête, ils constituent la plus grande part du financement externe au cours de la phase de démarrage. Au stade suivant (expansion de l'entreprise), le crédit bancaire

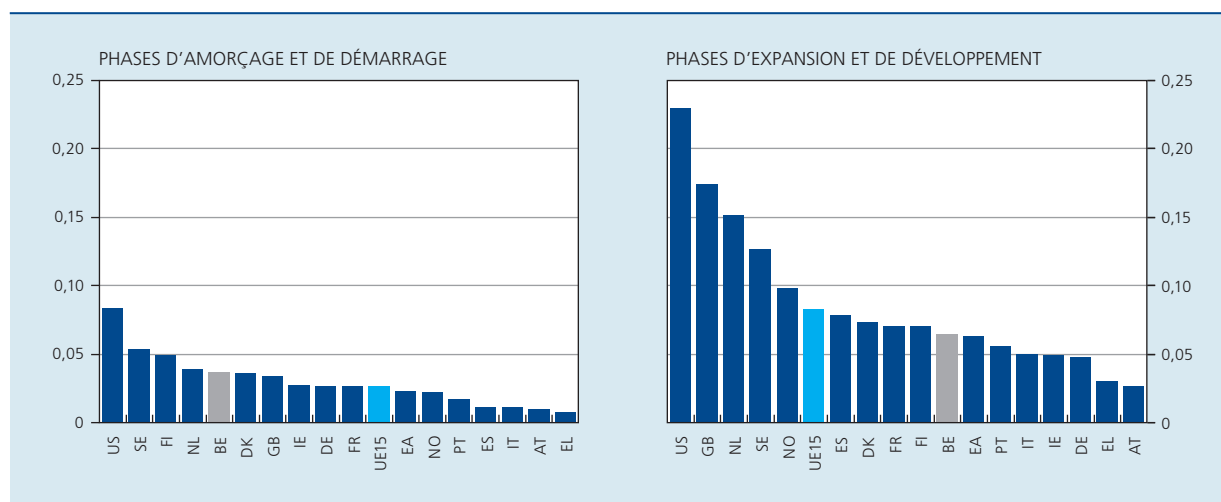
prend le pas et représente la principale source de fonds (40 p.c. des cas).

Bien que le *venture capital* ne fasse pas partie des sources de financement auxquelles les très petites entreprises à haute technologie font le plus souvent appel, il commence à jouer un rôle significatif durant la phase de démarrage (Rigo, 2001). Son apport est toujours supérieur à celui des *business angels*, quel que soit le stade de développement de l'entreprise. Ces deux types d'investisseurs s'intéressent principalement aux firmes à haut potentiel de croissance. Une étude récente (Baeyens et Manigart, 2006) démontre de surcroît que les sociétés innovantes préfèrent le capital à risque pour financer des actifs immatériels qui ont une faible valeur au titre de *collateral*, tandis que le crédit bancaire convient mieux aux investissements matériels.

Au total, les résultats indiquent une évolution claire dans le recours aux sources de financement interne et externe, les sources de financement externe devenant plus importantes au fur et à mesure que la firme se développe. Les données de l'enquête suggèrent que, en général, l'entrepreneur d'une firme innovante démarre son activité sur fonds personnels, reçoit ensuite des subsides publics ou un crédit bancaire (avec pour garantie un actif personnel) afin d'étayer son activité. Ensuite, lorsque la firme gagne en réputation, d'autres types d'investisseur interviennent, tels que les *venture capitalists* et les *business angels*.

GRAPHIQUE 6 INVESTISSEMENTS EN VENTURE CAPITAL

(moyennes 1995-2005, pourcentages du PIB)



Sources : Eurostat, EVCA.

Le mode et le type d'investissement de ces derniers acteurs sont différents et souvent complémentaires selon le stade de développement de l'entreprise; tous deux jouent un rôle essentiel dans la création et la croissance des entreprises technologiques. Toutefois, étant à la recherche d'un rendement attendu plus élevé, les fournisseurs de *venture capital* se limitent souvent à des sociétés à fort potentiel de croissance; ils peuvent également être réticents face aux investissements de faibles montants dans des PME, étant donné l'importance des frais fixes liés à l'appréciation et au suivi de leurs investissements.

L'European Venture Capital Association (EVCA) fournit des données quantitatives concernant les montants investis en *venture capital* dans les pays européens et aux États-Unis. Ces données permettent de distinguer les stades de développement des entreprises où le capital est investi. Ce type d'investissement étant fortement lié à la conjoncture, les données citées représentent des moyennes pour la période allant de 1995 à 2005.

Durant la période allant de 1995 à 2005, l'investissement en *venture capital* dans des entreprises en phases d'amorçage ou de démarrage s'élevait à 0,037 p.c. du PIB en Belgique, contre 0,026 en moyenne dans l'UE15. C'est aux États-Unis, où ils atteignaient 0,084 p.c. du PIB, que les investissements étaient les plus importants. Parmi les pays européens, la Suède réalisait les investissements les plus élevés (0,054 p.c. du PIB), suivie par la Finlande (0,049 p.c.) et les Pays-Bas (0,039 p.c.), la Belgique se classant en quatrième place.

Comme mentionné plus haut, les investissements en *venture capital* sont plus importants au cours des phases d'expansion et de développement des entreprises. Aux États-Unis, ils se chiffraient à 0,230 p.c. du PIB en moyenne pour la période 1995-2005, contre 0,083 p.c. en moyenne dans l'UE15. Ici, la Belgique réalisait un score inférieur à la moyenne européenne, avec un chiffre de 0,065 p.c. du PIB. Les meilleurs pays européens en la matière sont le Royaume-Uni (0,174 p.c. du PIB), les Pays-Bas (0,152 p.c.), la Suède (0,126 p.c.) et la Norvège (0,098 p.c.).

Par rapport aux États-Unis, on constate une offre réduite de *venture capital* dans l'Union européenne, ce qui pourrait engendrer à terme une moindre proportion de *start-up*. Cette situation s'expliquerait partiellement par le fait qu'en Europe une plus grande part du capital disponible est détenu par des institutions qui privilégient des investissements sûrs à long terme, tandis qu'aux États-Unis, les individus gèrent plus directement leurs investissements, sont plus facilement amenés à rééquilibrer leurs portefeuilles et ont une moindre aversion pour le risque (CCE, 2001).

Du côté de la demande de *venture capital*, des contraintes se manifestent également. L'enquête menée auprès des très petites entreprises de haute technologie fournit quelques éléments d'explication concernant le non-recours de ces firmes au capital à risque (Bozkaya et Van Pottelsberghe, 2004). S'agissant du *venture capital*, les entrepreneurs consultés estiment que les attentes, par

ces investisseurs, de sortie rapide (61 p.c.) et d'un rendement élevé (59 p.c.) sont les principales difficultés pour y faire appel. Vient ensuite leur peu d'intérêt à investir de faibles montants (58 p.c.) et leur manque d'intérêt pour des investissements aux premiers stades de développement d'une entreprise (55 p.c.).

L'accès des entreprises belges innovantes à des financements appropriés reste dès lors une préoccupation des autorités. Les toutes dernières informations – non prises en compte dans les analyses susmentionnées – indiquent que de sérieux efforts ont été accomplis en Belgique afin d'améliorer l'environnement fiscal et réglementaire du *venture capital* (EVCA, 2006). Selon cette analyse, la Belgique se classe désormais en quatrième position pour la qualité de l'environnement du *venture capital*, après l'Irlande, la France et le Royaume-Uni, devançant ainsi les Pays-Bas (7^e position) et l'Allemagne (20^e position). En effet, depuis 2004, des réformes ont été mises en œuvre permettant à la Belgique de gagner trois places dans ce classement. Quelques points faibles restent néanmoins à signaler : faible apport des fonds d'épargne liés à la constitution de pensions, manque de transparence de certaines formules de financement, etc.

4. Spécificités belges dans une perspective européenne

4.1 Base de données BACH

Cette dernière section compare le financement des entreprises belges avec celui des entreprises de la zone euro. Comme on l'a vu dans les sections précédentes, l'appartenance à une classe de taille précise, et surtout à un secteur d'activité précis, conditionne la structure financière des entreprises. Dès lors, toute comparaison entre les entreprises belges et celles de la zone euro nécessite préalablement d'imposer une structure taille-secteur identique aux entreprises des deux économies. Les différences résiduelles de structure financière peuvent alors être attribuées à des facteurs purement nationaux, telles que des caractéristiques institutionnelles.

Un exercice de ce type a été réalisé conjointement par la BCE et les BCN, dans le cadre de la rédaction du Structural Issues Report on Corporate Finance in the Euro Area (BCE, 2007). La base de données BACH, gérée par la Commission européenne, et qui rassemble des données de bilan et de compte de résultats d'un échantillon d'entreprises pour la majorité des pays de la zone euro, a été utilisée. Sans fournir de données individuelles, BACH offre l'avantage de permettre une ventilation par taille

d'entreprise et par secteur d'activité. Les données sont harmonisées en ce sens que des postes comptables spécifiques ont été définis sur une base commune et calculés pour chacun des pays. Néanmoins, étant donné que les schémas comptables ou les méthodes de valorisation, par exemple, peuvent différer de pays à pays, les résultats doivent être interprétés avec prudence. Par ailleurs, la couverture de BACH par rapport au nombre réel d'entreprises diffère de pays à pays : si en Belgique, le taux de couverture est de 100 p.c., la majorité des autres pays utilisent des méthodes d'échantillonnage pour obtenir une représentativité suffisante de la population. Cela explique que seuls des indicateurs dont la couverture est relativement large, aient été sélectionnés pour l'analyse multi-pays. La construction d'indicateurs financiers pour les entreprises de la zone euro a reposé sur l'ensemble des données nationales disponibles, soit tous les pays de la zone euro moins la Grèce, l'Irlande et le Luxembourg.

D'un point de vue analytique, la correction pour la structure par taille et par secteur qui a été effectuée sur l'ensemble des données brutes s'énonce :

$$Y(i)_t = \sum_d \sum_s y(i)_{d,s,t} \cdot w(e)_{d,s,t}$$

avec	$Y(i)$	=	valeur de la variable agrégée au niveau du pays i
	$y(i)_{d,s}$	=	valeur individuelle de la variable au niveau de la combinaison classe de taille d , secteur s , pays i
	$w(e)_{d,s}$	=	part de chaque combinaison classe de taille d , secteur s dans la valeur ajoutée globale (au niveau de la zone euro)
	i	=	1, ... N pays
	e	=	zone euro
	s	=	1, ... S secteurs
	d	=	1, ... D classes de taille
	t	=	1, ... T années

Les indicateurs ont été calculés sur la période allant de 1999 à 2005 et sont présentés en moyennes.

4.2 Analyse quantitative

Les entreprises belges affichent un ratio *debt-to-equity* assez nettement inférieur à la moyenne de la zone euro. Plus précisément, il s'avère que le ratio de l'endettement au chiffre d'affaires est supérieur en Belgique à ce qu'il est dans la zone euro mais que le ratio des fonds propres émis au chiffre d'affaires l'est encore davantage, ce qui donne lieu à un ratio *debt-to-equity* équilibré, et plus faible que dans la zone euro. Les entreprises belges se distinguent donc de leurs homologues européennes par un plus large

TABLEAU 5 INDICATEURS DE STRUCTURE FINANCIÈRE : IMPACT DU PAYS D'ORIGINE ⁽¹⁾
(moyennes 1999-2005, pourcentages)

	Endettement / chiffre d'affaires	Fonds propres émis / chiffre d'affaires	Debt-to-equity (endettement / fonds propres)	Part de l'endettement à court terme dans l'endettement total	Part du crédit bancaire dans l'endettement total
Belgique	92,2	61,7	156,6	64,8	22,1
Zone euro	76,3	29,6	181,1	63,5	22,3

Source : BCE, 2007.

(1) Indicateurs ajustés pour que la ventilation par secteur et par classe de taille soit identique en Belgique et dans la zone euro.

recours au financement externe, et en particulier par de plus grandes émissions de capital.

Cette constatation appelle d'ores et déjà un commentaire particulier. La Belgique se distingue des autres pays de la zone euro par un volume probablement plus important de flux financiers inter-entreprises. Cela est dû, d'une part au fait que les holdings non financiers sont repris en Belgique dans le secteur des sociétés non financières dans BACH alors qu'ils en sont exclus dans la majorité des autres pays, et, d'autre part, à la présence sur notre territoire des centres de coordination. Ceux-ci sont inclus dans le secteur des sociétés non financières et financent par des prêts des sociétés de leur groupe, qui peuvent être établies en Belgique comme à l'étranger. Le financement des centres de coordination s'effectue généralement via l'émission d'actions non cotées, qui apparaissent elles aussi au passif du secteur des sociétés non financières. La base de données BACH étant établie sur la base des comptes non consolidés, ces flux financiers qui transitent au sein même du secteur des entreprises gonflent les avoirs et engagements de celles-ci, en proportion de leur chiffre d'affaires.

Les autres indicateurs financiers sont quant à eux assez comparables en Belgique et dans la zone euro. La proportion d'endettement à court terme versus long terme est d'environ 2/3-1/3. La part du crédit bancaire dans l'endettement total est inférieure à 25 p.c. en Belgique comme dans la zone euro.

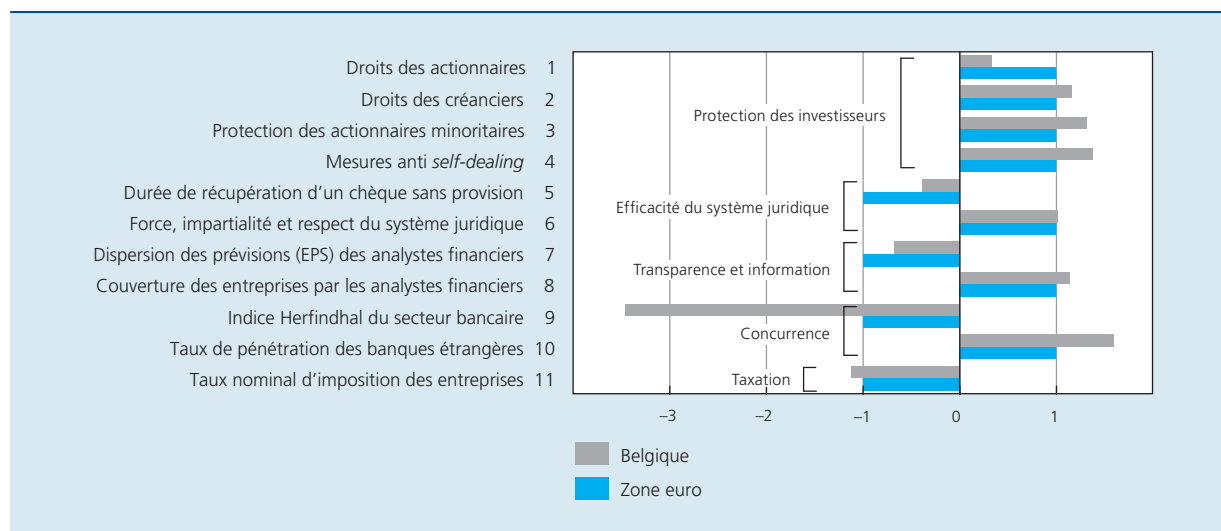
4.3 Facteurs institutionnels

En marge de la présence des holdings non financiers et des centres de coordination, il se peut aussi que le plus large recours des entreprises belges au financement externe résulte d'un contexte institutionnel qui lui est particulièrement favorable.

En général, la littérature arrive à la conclusion que le recours au financement externe par les entreprises est favorisé par le contexte juridique, le niveau de transparence et d'information financière ou encore le degré de concurrence sur les marchés financiers. La capacité du système juridique à appliquer la loi, et en particulier celle relative à la protection des investisseurs (créanciers et actionnaires) favorise l'offre par ceux-ci de fonds et contribue au développement des marchés financiers. Par conséquent, ce facteur est associé à un plus large recours à la finance externe, sous la forme d'endettement ou d'émission d'actions. La transparence d'un système financier, de même que la quantité et la qualité de l'information financière diffusée dans le public, sont également reliées positivement au recours au financement externe car elles permettent de diminuer les problèmes liés à l'asymétrie d'information ainsi que les problèmes d'agence. Enfin, le degré de concurrence du système financier (et en particulier celui du secteur bancaire) est généralement aussi associé à un recours accru au financement externe (et en particulier au crédit bancaire). Selon la conception traditionnelle, plus de concurrence va de pair avec plus d'efficacité, ce qui permet d'octroyer davantage de fonds à un coût moindre. La concurrence incite également les intermédiaires financiers à innover de façon à fournir à leurs clients des produits «sur mesure». Cependant, il existe des arguments contraires, selon lesquels une concurrence accrue réduit l'accès privilégié des banques à l'information et peut donc générer une hausse du coût du capital et une baisse du volume de fonds octroyés. Les études empiriques tendent néanmoins à démontrer que les premiers arguments prévalent.

Le choix entre endettement et fonds propres peut lui aussi être influencé par des facteurs institutionnels, tels que le niveau de protection des créanciers relativement à celui des actionnaires. L'effet est toutefois ambigu d'un point de vue théorique. Ainsi, un degré élevé de protection de ses droits inciterait le créancier à augmenter son offre

GRAPHIQUE 7 FACTEURS INSTITUTIONNELS



Sources : BCE et calculs propres.

Note: Pour les indicateurs 1 à 4, 6, 8 et 10, une valeur absolue plus élevée de ceux-ci indique une meilleure performance, tandis que pour les autres indicateurs, une valeur absolue plus élevée signale une performance moins bonne.

de fonds tandis que l'entreprise emprunteuse pourrait limiter son niveau d'endettement par crainte de perdre son pouvoir discrétionnaire en cas d'éventuelles difficultés financières. Il en va de même au niveau de la protection des droits des actionnaires qui peut rendre la firme réticente à l'ouverture de son capital (peur d'une perte de contrôle), tout en encourageant les actionnaires à investir.

Les arguments avancés précédemment quant à l'influence du degré de concurrence du système bancaire sur le recours au financement externe s'appliquent également dans le cas du ratio *debt-to-equity*. Les coûts de financement plus faibles associés à un environnement plus compétitif donnent généralement lieu un à ratio d'endettement sur fonds propres plus élevé. Comme les charges d'intérêts liées à l'endettement sont fiscalement déductibles, la fiscalité (en l'occurrence le taux d'imposition des sociétés) est un facteur qui incite les entreprises à s'endetter. À partir d'un certain seuil d'endettement, ce facteur ne joue toutefois plus. Par ailleurs, la fiscalité des revenus mobiliers peut contrebalancer cet effet si elle se révèle plus avantageuse sur les dividendes que sur les intérêts perçus.

Onze indicateurs institutionnels⁽¹⁾ susceptibles d'expliquer le profil particulier de la Belgique, en termes de recours au financement externe et de ratio *debt-to-equity*, ont été sélectionnés. Dans la mesure du possible, les moyennes sur la période allant de 1999 à 2005 (qui correspond à la période de calcul des indicateurs financiers) ont été

calculées pour la Belgique et pour la zone euro; sinon, il est fait mention de la dernière valeur disponible. Par souci de clarté, les indicateurs ont été normalisés à 1 pour la zone euro, dans le graphique 7.

Les indicateurs relatifs à l'efficacité du système juridique ainsi que ceux relatifs à la transparence et à l'information financière placent la Belgique en avance sur la moyenne de la zone euro. Ceci peut constituer un élément contribuant à l'abondant recours au financement externe des entreprises belges.

En termes de protection des investisseurs, il est difficile de se prononcer précisément sur la position de la Belgique par rapport à la moyenne de la zone euro, les différents indicateurs disponibles émettant des messages divergents. Par ailleurs, il est important de signaler qu'en Belgique, la majeure partie des émissions d'actions portent sur des actions non cotées, pour lesquelles la notion de protection des investisseurs est sans doute moins prégnante, surtout si ces flux de fonds s'opèrent entre entreprises liées. Les droits des créanciers apparaissent, quant à eux, un peu plus étendus en Belgique que dans la zone euro.

Du point de vue de la concurrence, la Belgique est un des pays de la zone euro où le secteur bancaire est le plus concentré, comme en témoigne notamment l'indice

(1) La plupart des indicateurs institutionnels émanent du Structural Issues Report on Corporate Finance in the Euro Area (BCE, 2007), qui en fournit une description détaillée dans son annexe 2 (p. 103-104).

Herfindhal de concentration. En revanche, le taux de pénétration des banques étrangères est beaucoup plus élevé dans notre pays que dans la zone euro, ce qui offre une vision contrastée de la concurrence effective dont les entreprises belges bénéficient.

Enfin, comme le taux de taxation nominal des entreprises est très légèrement supérieur à celui de la zone euro, la fiscalité pourrait être un facteur poussant le niveau du ratio *debt-to-equity* belge à la hausse.

Conclusion

Lorsque l'on procède à une analyse du financement des entreprises, il convient de prendre en considération différents facteurs qui peuvent induire d'importantes disparités entre elles, à savoir leur taille et leur secteur d'activité.

Prenant en considération l'aspect de la taille, en neutralisant les disparités sectorielles, l'on constate peu de différences entre le niveau d'endettement des petites, moyennes et grandes entreprises. En revanche, la structure de l'endettement semble dépendre de la taille de l'entreprise : les petites entreprises sont plus largement dépendantes du crédit bancaire. Ceci est confirmé par le haut degré d'utilisation des crédits par celles-ci. Des enquêtes indiquent néanmoins que l'accès au financement ne représente pas une contrainte majeure pour les PME, qu'elles soient belges ou européennes : elles perçoivent l'accès au financement, et plus spécifiquement l'accès au financement bancaire, comme relativement aisé.

La structure financière des entreprises diffère en revanche fortement d'un secteur à l'autre, ce qui dépend, en grande partie, de l'activité intrinsèque et de l'ampleur des investissements qui y sont attachés. Les secteurs présentant des taux d'investissement élevés, tels que le secteur des transports et communications ou le secteur

énergétique, se financent essentiellement à long terme. Des fonds propres abondants leur permettent de maintenir une situation financière équilibrée. Inversement, les secteurs à forte intensité de main-d'œuvre, tels que ceux de la construction ou du commerce, présentent des ratios *debt-to-equity* nettement plus élevés ; leur endettement est essentiellement à court terme et ils ont largement recours aux crédits commerciaux.

Une analyse plus détaillée du secteur manufacturier révèle également des différences de structure financière entre les entreprises dites innovantes et celles qui ne le sont pas. En particulier, si l'on en exclut l'industrie chimique, les entreprises des secteurs innovants recourent moins au crédit bancaire et sont plus largement bénéficiaires de crédits à court terme que les entreprises des secteurs non innovants. Ceci peut refléter la volonté des prêteurs de limiter le risque encouru, notamment en utilisant la menace de ne pas renouveler le crédit pour inciter le gestionnaire à adopter un comportement efficient.

Les enquêtes qualitatives semblent indiquer que la contrainte financière se fait davantage sentir auprès des entreprises innovantes qu'auprès des PME en général. Cela exprime un besoin de financement spécifique aux PME innovantes. Aux stades précoces de leur développement, celles-ci dépendent en effet quasi exclusivement des ressources personnelles de l'entrepreneur et de ses proches, le *venture capital* ne prenant en partie le relais que dans des phases ultérieures.

Enfin, en ce qui concerne la structure de financement, une comparaison entre les entreprises belges et leurs homologues européennes, après neutralisation des spécificités de taille et de secteur, indique que les premières se distinguent par des émissions de capital plus importantes. Des flux financiers intra-groupe abondants ainsi qu'un contexte institutionnel favorable concourent à cette situation.

Annexe

TABLEAU A INDICATEURS DE STRUCTURE FINANCIÈRE: INCIDENCE DE LA TAILLE⁽¹⁾
(pourcentages, moyennes 1995-2005)

	Endettement / fonds propres (<i>debt-to-equity</i>)	Endettement / actif total (<i>debt-to-assets</i>)	Endettement / chiffre d'affaires	Endettement / <i>cash-flow</i>	Fonds propres émis / chiffre d'affaires	
Petites	165,0	58,1	147,3	8,2	124,6	
Moyennes	175,8	58,5	85,6	9,8	56,6	
Grandes	164,5	55,2	71,8	9,5	34,4	
	Dettes envers des établissements de crédit / actif total	Dettes commerciales / actif total	Autres dettes / actif total	Actifs circulants / endettement à court terme	Actifs immobilisés / endettement à long terme	
Petites	16,7	16,6	24,7	135,2	263,5	
Moyennes	14,1	22,1	22,3	136,8	288,2	
Grandes	11,7	17,8	25,8	112,8	350,5	
	Fonds propres émis / actif total	(Endettement + fonds propres émis) / actif total	Endettement à court terme / endettement	Dettes envers des établissements de crédit / endettement	Charges d'intérêts / endettement	Charges d'intérêts / <i>cash-flow</i>
Petites	26,5	84,5	67,0	29,2	3,9	32,7
Moyennes	22,7	81,2	71,2	24,3	2,9	29,7
Grandes	22,5	77,8	66,6	21,5	3,2	27,3
	Actifs circulants / actif total	Immobilisations corporelles / actif total	Immobilisations financières / actif total	Liquidités / actif total	Investissement / chiffre d'affaires	Investissement / valeur ajoutée
Petites	51,2	25,1	21,2	6,0	24,8	59,6
Moyennes	55,9	21,5	19,0	4,0	8,7	28,5
Grandes	42,2	18,7	35,7	1,8	12,2	45,4

Source: BNB (Centrale des bilans).

(1) Indicateurs ajustés pour que la ventilation par secteur soit identique au sein de chaque classe de taille.

TABLEAU B INDICATEURS DE STRUCTURE FINANCIÈRE : INCIDENCE DU SECTEUR D'ACTIVITÉ ⁽¹⁾
(pourcentages, moyennes 1995-2005)

	Endettement / fonds propres (<i>debt-to-equity</i>)	Endettement / actif total (<i>debt-to-assets</i>)	Endettement / chiffre d'affaires	Endettement / <i>cash-flow</i>	Fonds propres émis / chiffre d'affaires	
D	150,9	57,0	58,5	6,7	22,0	
E	48,7	30,4	142,6	3,6	136,6	
F	332,4	70,7	75,2	14,2	11,7	
G	212,1	65,5	31,7	12,8	8,4	
H	232,8	57,1	79,9	8,8	41,4	
I	181,9	57,3	73,7	8,8	31,5	
K	99,5	47,9	282,4	10,2	268,4	
	Dettes envers des établissements de crédit / actif total	Dettes commerciales / actif total	Autres dettes / actif total	Actifs circulants / endettement à court terme	Actifs immobilisés / endettement à long terme	
D	13,1	16,4	27,6	120,9	272,6	
E	8,4	10,7	11,3	167,0	508,1	
F	10,0	44,2	16,6	123,0	282,9	
G	14,8	28,6	22,1	118,3	316,7	
H	18,0	8,4	30,7	100,9	641,2	
I	17,0	14,6	25,7	102,2	258,6	
K	13,9	6,0	28,1	146,3	353,9	
	Fonds propres émis / actif total	(Endettement + fonds propres émis) / actif total	Endettement à court terme / endettement	Dettes envers des établissements de crédit / endettement	Charges d'intérêts / endettement	Charges d'intérêts / <i>cash-flow</i>
D	21,4	78,4	65,0	22,7	3,4	23,0
E	32,5	62,9	47,2	28,2	3,2	11,5
F	11,9	82,6	84,3	14,7	1,7	19,0
G	17,3	82,7	81,4	22,3	3,2	39,9
H	27,0	84,1	61,9	31,1	3,9	36,2
I	23,6	80,8	55,3	29,9	3,4	29,3
K	38,8	86,7	67,0	28,4	3,9	40,6
	Actifs circulants / actif total	Immobilisations corporelles / actif total	Immobilisations financières / actif total	Liquidités / actif total	Investissement / chiffre d'affaires	Investissement / valeur ajoutée
D	45,3	20,2	31,6	3,6	10,6	40,0
E	21,4	36,1	31,2	1,1	32,0	33,7
F	72,6	15,1	10,4	4,6	7,2	29,3
G	63,0	13,2	21,4	5,1	3,0	31,9
H	29,3	32,0	36,3	4,1	12,5	26,6
I	32,6	42,6	20,0	3,5	15,5	42,3
K	46,3	11,8	40,1	2,0	40,1	96,9

Source: BNB (Centrale des bilans).

(1) Indicateurs ajustés pour que la ventilation par classe de taille soit identique au sein de chaque secteur.

Bibliographie

Baeyens K. et S. Manigart (2006), *Follow-on Financing of Venture Capital Backed Companies: the Choice between Debt, Equity, Existing and New Investors*, Vlerick Leuven Gent Working Paper 2006/5, 51 pp.

BCE (2007), *Corporate Finance in the Euro Area*, Structural Issues Report, mai, 132 pp.

Berger A. et G. Udell (1998), *The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycles*, Journal of Banking and Finance, Vol. 22, pp. 613-673.

Bozkaya A. et B. Van Pottelsberghe (2004), *The Financial Architecture of Technology-Based Small Firms in Belgium, an Explorative Study*, Solvay Business School Working Papers, 04/027, 13 pp.

Carpenter R.E. et B.C. Petersen (2005), *Capital Market Imperfections, High-Tech Investment and New Equity Financing* dans *Finance Markets, New Economy and Growth*, Luigi Paganetto (Ed), Rome, pp. 143-162.

CCE (2001), *De l'esprit d'entreprise à la création d'entreprise*, Lettre mensuelle socio-économique, n° 59, janvier, pp. 3-16.

Commission européenne (2004), *Innovation in Europe. Results for the EU, Iceland and Norway. Data 1998-2001*, Luxembourg, 295 pp.

Commission européenne (2005), *SME access to finance*, Flash Eurobarometer, n°174, octobre, 142 pp.

EVCA (1996-2006), *Annual Survey of Pan-European Private Equity & Venture Capital Activity*, EVCA yearbook 1996-2006.

EVCA (2006), *Benchmarking European Tax and Legal Environments. Indicators of Tax and Legal Environments Favouring the Development of Private Equity and Venture Capital and Entrepreneurship in Europe*, décembre, 174 pp.

Hartmann P., A Ferrando, F. Fritzer, F. Heider, B. Lauro et M. Lo Duca, *The performance of the European Financial System*, ECB Occasional Papers, forthcoming.

OCDE (1997), *Revision of the High-Technology Sector and Product Classification*, Paris, France, 136 pp.

OCDE (2006), *The SME Financing Gap, Volume I, Theory and Evidence*, Paris, France, 136 pp.

Rigo C. (2001), *Le financement des entreprises par capital-risque*, NBB Working Paper, n° 13, février.