



Capital-investissement

Jézabel Couppey-Soubeyran⁽¹⁾

Une entreprise n'est pas toujours en capacité d'autofinancer ses investissements. Mieux vaut pour elle d'ailleurs ne pas avoir à limiter sa dépense d'investissement à sa propre capacité de financement. Il en va de même pour l'ensemble des entreprises d'un pays donné. D'une année à l'autre, la dépense d'investissement varie et souvent dépasse l'épargne brute du secteur, c'est-à-dire l'ensemble des revenus disponibles pour la dépense d'investissement.

En 2013, en France, les entreprises avaient un taux d'autofinancement de 75,5 %. Ce taux s'obtient en rapportant l'épargne des entreprises à leur dépense d'investissement. Il a baissé par rapport à son niveau d'avant la crise. Mais cette baisse traduit davantage la contraction du taux d'épargne des entreprises que l'augmentation de leur taux d'investissement – même si ce dernier a relativement bien résisté à la crise. Quoi qu'il en soit, ce taux signifie qu'un quart environ de la dépense d'investissement des entreprises a requis un « financement externe ». Celui-ci, d'un peu plus de 35 milliards d'euros en 2013⁽²⁾, a été comblé en recourant aux banques, aux marchés financiers ou à des crédits interentreprises. Au cours de la même période, les entreprises non financières ont, par exemple, obtenu 24,4 milliards d'euros de crédits (nets de ceux qu'elles ont remboursés), ont émis 9,7 milliards d'actions sur le marché boursier et 16,9 milliards de titres de dette nets de ceux qui ont été remboursés.

Les modalités du financement externe varient beaucoup avec la taille des entreprises, leur secteur d'activité et bien sûr la conjoncture.

Je remercie Marie Ekeland (France Digitale) et Jérôme Glachant (Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne) pour les entretiens qu'ils m'ont accordés et grâce auxquels j'ai pu rédiger ce focus. Toutes les erreurs éventuelles restent bien entendu de ma seule responsabilité.

(1) Maître de conférences à l'Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne et Conseillère scientifique au CAE au moment de la rédaction.

(2) INSEE (2014) : *Comptes nationaux*.

Les petites et moyennes entreprises recourent pour l'essentiel au crédit bancaire. Les plus grandes ont davantage la possibilité de diversifier leurs financements : elles émettent sur les marchés financiers des actions ou des titres de dette (titres créances négociables et obligations). Encore faut-il qu'elles appartiennent à un secteur d'activité bien connu des investisseurs. Il est souvent plus difficile pour les entreprises des secteurs innovants de lever des fonds, que ce soit auprès des banques ou sur les marchés. Tout dépend également du niveau de maturité des entreprises : à certains stades de leur développement, les entreprises peinent à trouver une solution de financement externe. En outre, même lorsqu'elles accèdent aux marchés financiers, les entreprises peuvent avoir du mal à y lever des capitaux propres. À tout cela s'ajoute enfin l'influence de la conjoncture : en creux de cycle, les flux de financements diminuent. Côté demande, en effet, les entreprises font face à des carnets de commande moins remplis, des problèmes de trésorerie, et à un climat défavorable à l'investissement. Côté offre, banques et investisseurs révisent les risques à la hausse et se montrent plus sélectifs.

À ces différents égards, le « capital-investissement » (ou « *private equity* » en anglais) constitue une solution de financement externe alternative, bien adaptée aux entreprises innovantes, aux entreprises de petite taille, ou à certains stades critiques du développement d'entreprises de plus grande taille, qu'elles exercent dans un secteur innovant ou à maturité. Une alternative en situation de crise également, lorsque les financements traditionnels se font plus rares ou plus sélectifs, bien que le capital-investissement ne soit pas moins procyclique que les autres formes de financement. Et surtout une source de capitaux propres.

Réalisée par des investisseurs spécialisés réunis au sein d'un fonds d'investissement, cette activité financière consiste à apporter un financement en capitaux propres à une entreprise non cotée, à différents stades de son développement. À chaque stade (amorçage, développement, transmission, etc.) correspond un type de fonds : *business angels*, capital-amorçage, capital-risque ou *venture capital*... tous relevant du capital-investissement au sens large.

1. Poids du capital-investissement en Europe : quelques éléments de comparaison

En Europe, les nouveaux fonds levés par le capital-investissement représentaient avant la crise environ 80 milliards d'euros par an, dont plus de la moitié levée au Royaume-Uni et environ 10 % en France (tableau). Ces montants ont ensuite fortement chuté pour suivre une évolution assez erratique et se rétablir en 2013 à un peu plus de 53 milliards. La part du Royaume-Uni s'est renforcée (64,2 %), ainsi que celle de la France (14,8 %) devant la Suède (10,5 %). En 2013, les nouveaux fonds levés provenaient pour un quart environ d'Europe et pour un autre quart des États-Unis.

En France, depuis la crise, les levées de fonds sont orientées à la baisse et la répartition des souscripteurs a changé : la part des banques et des assureurs a diminué tandis que celle du secteur public a augmenté. À la fin du premier semestre 2014, les levées de fonds s'établissaient à 3,6 milliards d'euros (contre environ 10 milliards de levées annuelles en moyenne avant la crise), les montants investis étaient du même ordre ainsi que les cessions.

Tableau. Capital-investissement : levées de fonds annuelles en Europe

en millions d'euros

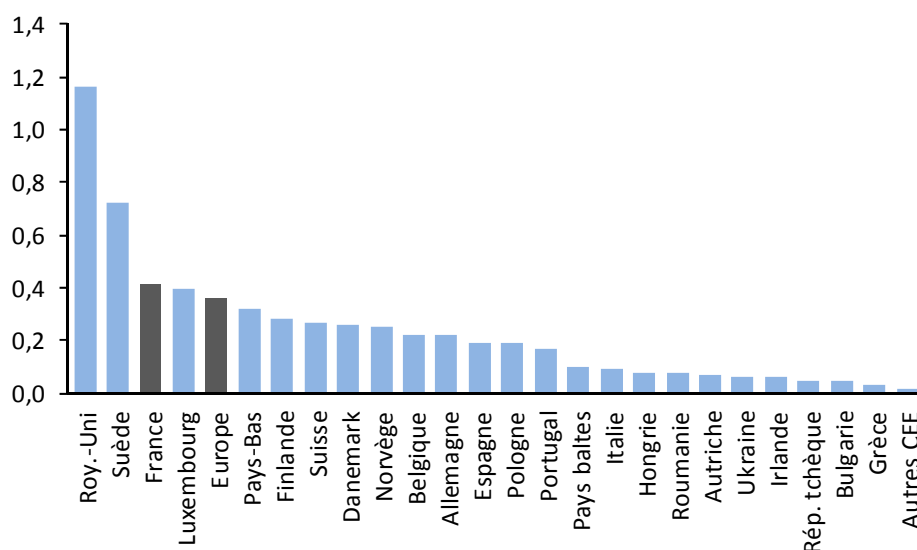
	2007		2009		2011		2013	
	Montants	%	Montants	%	Montants	%	Montants	%
Europe	79 587	100,0	18 914	100,0	41 603	100,0	53 608	100,0
• Royaume-Uni	45 878	57,6	6 511	34,4	17 674	42,5	34 391	64,2
• France	7 229	9,1	2 551	13,5	6 026	14,5	7 933	14,8
• Suède	4 696	5,9	828	4,4	5 703	13,7	5 608	10,5
• Allemagne	4 531	5,7	1 190	6,3	3 303	7,9	1 144	2,1
• Pays-Bas	3 223	4,1	1 069	5,6	2 262	5,4	768	1,4

Source : European Private Equity and Capital-Venture Association (EVCA), PEREP Analytics.

Entre 2007 et 2011, les montants annuels investis par les gestionnaires de fonds d'investissement ont représenté en moyenne 0,41 % du PIB en France, ce qui est au-dessus de la moyenne européenne (0,36 %), mais au-dessous du Royaume-Uni et de la Suède (graphique 1). En 2013, ils ont chuté en France à 0,29 % du PIB.

Graphique 1. Poids du capital-investissement par pays

En %



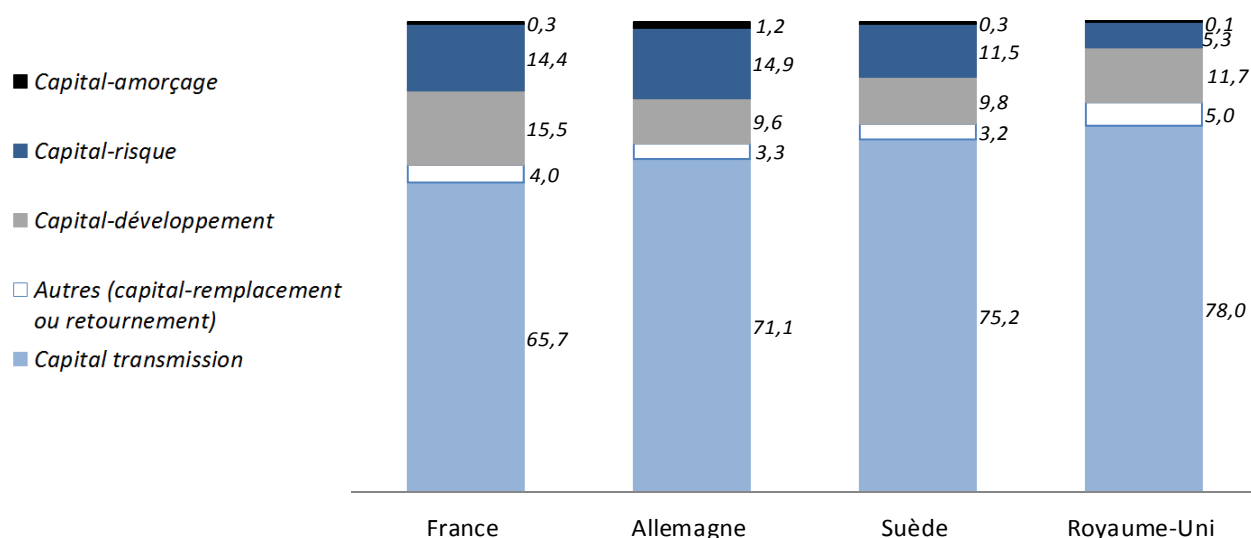
Lecture : Capital-investi par les gestionnaires de fonds du pays / PIB (%). Moyenne 2007-2011.

Source : Ambassade de France en Suède (2012) : *Le capital-investissement en Suède*, Service économique.

En France, le secteur du capital-investissement se compose d'un peu moins de trente acteurs français et de quelques acteurs étrangers. Dans la plupart des pays, l'essentiel des investissements concerne aujourd'hui les fonds de capital-développement et les fonds de capital-transmission, ces derniers offrant le taux de rentabilité le plus élevé sur des horizons assez courts (graphique 2). En France, les financements apportés aux entreprises portent généralement sur des montants inférieurs à 15 millions d'euros mais le nombre de « tickets » supérieurs à ce montant est en hausse, que ce soit pour le capital-innovation, le capital-développement, ou le capital-transmission. De l'ordre de 1 500 entreprises en France bénéficient d'un financement *via* le capital-investissement, pour l'essentiel des PME (77 % en 2013).

Graphique 2. Répartition du capital-investissement par type de fonds dans les quatre premiers pays européens

En % du total, moyenne 2008-2013

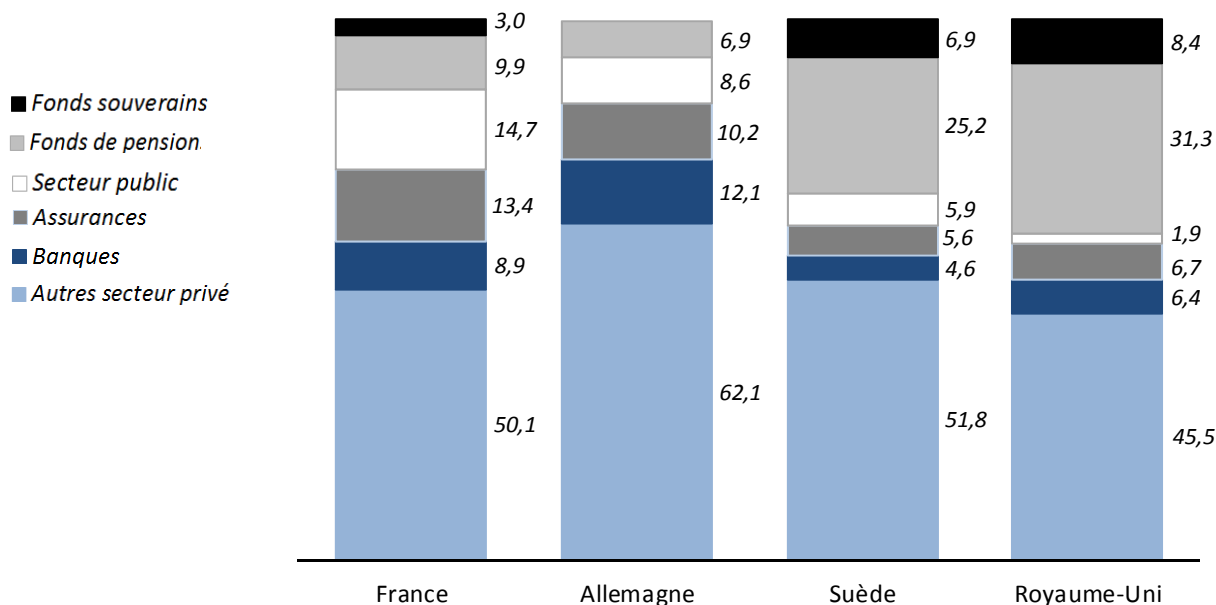


Source : European Private Equity and Capital-Venture Association (EVCA), PEREP Analytics.

Le capital-investissement en France se distingue par le poids important, parmi les souscripteurs, du secteur de l'assurance et du secteur public (BPI France), ce dernier étant également important en Suède. Au Royaume-Uni et en Suède, les fonds souverains et plus encore les fonds de pensions jouent un rôle notable, tandis qu'en Allemagne les banques semblent davantage présentes dans le capital-investissement (graphique 3).

Graphique 3. Répartition du capital-investissement par types de souscripteurs dans les quatre premiers pays européens

En % du total, moyenne 2008-2013



Source : European Private Equity and Capital-Venture Association (EVCA), PEREP Analytics.

2. Une source de financement adaptée aux stades critiques du développement des entreprises

De sa création à sa maturité, une entreprise passe par plusieurs stades (amorçage, décollage, développement), au cours desquels l'obtention d'un financement externe est cruciale. Or, dans ces phases critiques où se joue le devenir de l'entreprise, le financement est difficile à obtenir auprès du secteur bancaire comme sur les marchés financiers. À chacune de ces phases critiques, le risque perçu et l'asymétrie d'information entre l'entreprise demandeuse de fonds et l'apporteur potentiel constituent des obstacles majeurs à un financement externe standard.

Les différents compartiments du capital-investissement vont de pair avec les différentes phases du cycle de vie de l'entreprise. Les fonds se spécialisent ainsi de l'amont (« *seeds capital* ») vers l'aval (« *growth capital* ») de ce cycle.

Le *capital-amorçage* et le *capital-risque* interviennent le plus en amont. Ils apportent des fonds propres à des entreprises naissantes ou en expansion, le plus souvent dans des secteurs technologiques ou innovants, qui, en raison de l'irrégularité de leurs *cash-flows* et de l'absence de collatéral, ne peuvent obtenir ni un financement bancaire ni *a fortiori* un financement de marché. L'objectif du capital-risque est de favoriser la croissance interne des sociétés détenues, puis de les céder en les introduisant en bourse dans le meilleur des cas, ou bien en effectuant une vente stratégique (*trade sale*), ou encore en les cédant à un autre fonds. Dans le domaine du capital-risque interviennent principalement des « petits fonds » qui

prennent des participations dans de « petites » entreprises, en pratiquant éventuellement la syndication. Google ou Amazon aux États-Unis, Vistaprint, Genset, Ubisoft en France sont des groupes issus du capital-risque. Sofinnova est la première société de capital-risque en France et le leader européen du financement de *start-ups*.

Les fonds de *capital-développement* interviennent plus en aval dans le cycle de développement des entreprises, lorsque ces dernières ont besoin d'accélérer leur croissance interne ou externe.

Les fonds de *capital-transmission* ou *buyout* (BO) interviennent davantage encore vers l'aval du cycle. Ils procèdent au rachat de sociétés auxquelles ils apportent un peu de fonds propres et beaucoup de dette, d'où l'expression « *leveraged buy out* » (LBO). Dans la plupart des cas, il s'agit d'une prise de contrôle majoritaire d'une société à maturité dont les *cash-flows* sont réguliers. Le fonds réorganise la gouvernance de l'entreprise dans le but d'en rationaliser l'activité, souvent en la recentrant sur son « cœur du métier », et de corriger d'éventuelles dérives managériales. L'opération peut cependant impliquer activement le management en place. Elle peut concerner de grandes entreprises (*mega-buyout*) et faire intervenir de grands fonds. L'objectif est ensuite de céder l'entreprise en favorisant si possible son introduction en bourse.

« Private equity » versus « public equity »^(*)

La dénomination anglo-saxonne « *private equity* » fait clairement ressortir la nature « privée » de l'opération qui, à l'inverse d'une opération de « *public equity* » (émission publique d'actions cotées), se caractérise par l'absence de cotation, de liquidité, et de transparence. L'opération repose entièrement sur l'expertise des investisseurs associés qui sélectionnent les entreprises, les « gouvernent » et les contrôlent pendant plusieurs années, dans l'optique d'un retour sur investissement à l'horizon de 5 à 10 ans, après les avoir cédées.

Néanmoins, le *private equity* « complète » le *public equity* plus qu'il ne s'y substitue. Le marché boursier (*public equity*) implique en effet une dilution des actionnaires. D'un côté, cette dilution réduit le coût des financements en fonds propres puisqu'elle favorise la liquidité et la diversification des portefeuilles des investisseurs. De l'autre, elle tend à réduire l'efficacité du contrôle (si le titre est liquide, l'actionnaire privilégiera la revente plutôt que la pression sur le manager de l'entreprise) et à élever les coûts d'agence (en position minoritaire, l'actionnaire aura souvent du mal à aligner les intérêts du manager sur les siens). À l'inverse, le *private equity* réduit les coûts d'agence puisqu'il implique un contrôle et un suivi étroit de l'entreprise détenue, mais il est très sélectif et donc aussi plus coûteux pour l'entreprise.

Le marché ainsi que les banques ont, par ailleurs, du mal à donner une valeur à des projets innovants. Le *private equity* puise, au contraire, sa raison d'être dans sa capacité à identifier les secteurs et les projets d'avenir, ce qui en fait un moteur de l'innovation.

(*) Pour une revue de la littérature académique consacrée au capital-risque, on pourra se reporter à Kaplan S.N. et J. Lerner (2010) : « It Ain't Broke: The Past, Present, and Future of Venture Capital », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 22, n° 2, pp. 36-47 et Kaplan S.N. et P. Stromberg (2009) : « Leveraged Buyouts and Private Equity », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 23, n° 1, pp. 121-46.

3. Les facteurs de performance du capital-investissement et les freins à son développement en France

3.1. L'importance de l'éco-système

La performance des fonds dépend des capitaux qu'ils parviennent à lever auprès des investisseurs, mais pas seulement. Les fonds mettent à disposition des entreprises leurs compétences stratégiques, leur expertise sectorielle, leur réactivité et, par-dessus tout, leur réseau relationnel. Ce sont des facteurs clé de leur performance, qui se mesure au succès des entreprises qu'ils accompagnent. Si la spécialisation sectorielle

des fonds se révèle souvent une stratégie gagnante (comme aux États-Unis ou en Suède), c'est en grande partie parce qu'elle permet d'exploiter davantage l'effet réseau. La spécialisation exige toutefois un marché suffisamment profond.

En Suède, la présence des grands groupes industriels *via* les restructurations ou « *spin-off* » qui s'y opèrent a créé un contexte favorable au développement du capital-transmission. L'écosystème constitué par la présence d'employés expérimentés, l'attire pour les secteurs innovants (médical et biotechnologie notamment) ont également contribué au développement des fonds.

Le capital-risque peut être jugé performant lorsqu'il parvient à s'inscrire dans un écosystème permettant d'essaimer, de faire croître et de céder l'entreprise au marché, si possible en aboutissant à son introduction en bourse. Ainsi, la qualité du capital-risque se mesure au nombre de sociétés qu'il parvient à faire émerger, à la valeur de sortie des entreprises lorsque le fonds cède ses participations et au taux de croissance annuel des entreprises financées. La Suède, où le capital-risque connaît un développement important depuis les années 1990, a par exemple fait émerger des entreprises très spécialisées, notamment dans le jeu vidéo. La spécialisation a été porteuse dans ce pays, et débouché sur un véritable succès sectoriel.

Ce qui peut freiner le développement du capital-risque se situe en aval, au niveau notamment des conditions de « sortie » des fonds. Dans le schéma idéal, un fonds accompagne jusqu'à l'introduction en bourse les entreprises les plus performantes de son portefeuille. Celles dont l'introduction en bourse n'aboutit pas mais qui ont du potentiel peuvent être refinancées par d'autres fonds d'investissement. Et celles qui présentent des handicaps sont revendues. La France est cependant loin de ce schéma en raison d'un écosystème boursier mal adapté, tout particulièrement dans le secteur des nouvelles technologies et du numérique : la bourse en France constitue en effet rarement une solution de sortie pour les entreprises que les fonds souhaitent céder.

Les conditions de sortie sont en outre rendues difficiles par l'absence d'acquéreurs stratégiques en Europe. De plus, la valorisation des entreprises à la sortie des fonds peut varier considérablement selon qu'elle est effectuée par un investisseur européen plus attaché aux performances passées, ou par un investisseur américain plus enclin à valoriser le futur.

3.2. Une base d'investisseurs trop étroite...

Les fonds communs de placement à l'innovation (FCPI) collectent leurs fonds au travers de mécanismes fiscaux et doivent respecter des contraintes d'investissement. Ils apportent des financements, des solutions de contrôle mais assez peu de valeur ajoutée aux entreprises accompagnées. En revanche, les fonds communs de placement à risque (FCPR) vendent en principe leur valeur ajoutée. L'écosystème dans lequel évoluent ces fonds demeure toutefois assez étroit et trop peu porteur. L'avenir de ces fonds dépendra de leur capacité à passer d'un mode « artisanal » à un mode qui automatise la valeur apportée à partir d'une « plateforme de services ».

En France, comme dans la plupart des autres pays européens, les fonds pâtissent de leur trop petite taille. À l'évidence, une meilleure performance permettrait aux fonds de grossir mais réciproquement leur taille insuffisante limite leur performance. La solution à ce problème pourrait passer par la création de fonds paneuropéens, mais il faudrait pour cela surmonter des difficultés d'ordre culturel. L'émergence de fonds publics (BPI en France) produira peut-être un effet d'entraînement, à la condition que ses prises de participation viennent s'associer à celles du privé et ne les évincent pas.

Le tissu de *business angels* est assez pauvre en France, en raison d'une base d'investisseurs assez étroite. Cette insuffisance engendre un manque d'encadrement des entreprises en création. Le Centre d'analyse stratégique en 2011⁽³⁾ recensait 8 000 *business angels* en France (dont 4 000 regroupés en réseaux), contre

(3) Centre d'analyse stratégique (2011) : « *Business angels* et capital-risque en France : les enjeux fiscaux », *Note du Centre d'analyse stratégique*, n° 237, septembre.

50 000 au Royaume-Uni (dont 5 500 en réseaux), 100 000 dans l'Union européenne (dont 75 000 en réseaux), 265 400 aux États-Unis. Il attribue l'essor de ce type d'investisseurs aux États-Unis à des incitations fiscales ciblées et à des modalités de déduction des pertes (crédits d'impôts sous conditions, déduction des pertes de l'ensemble du revenu au prorata de la participation).

L'essor récent du financement participatif ou « *crowd funding* » pourrait toutefois démocratiser progressivement l'investissement dans les *start-ups* et constituer une alternative aux fonds d'amorçage. Airbnb (hébergement partagé), Blablacar (covoiturage), ou encore Etsy (*marketplace* créative et artisanale) sont autant d'acteurs en pleine croissance, issus du financement participatif.

3.3. ... et une appétence limitée pour le placement de long terme

Le développement du capital-risque en France se heurte à des barrières d'ordre culturel, liées notamment à un large tissu entrepreneurial familial et à la réticence qui s'ensuit d'ouvrir le capital-des sociétés. À ce niveau, le capital-investissement rencontre les mêmes obstacles que le financement boursier. Le mode de rémunération des « capital-risqueurs » peut aussi expliquer que leur développement se heurte à des freins d'ordre culturel. Les « capital-risqueurs » se rémunèrent en commissions de gestion mais ne se distribuent pas de dividendes. Leur rémunération repose en grande part sur la plus-value qu'ils ne réalisent qu'à long terme en revendant leurs parts, laquelle dépend de la performance réalisée. Les investisseurs y associent donc un risque élevé. L'horizon long, le risque et l'absence de dividendes peuvent heurter la culture actionnariale française « plutôt dividendes que plus-value » et « plutôt court terme que long terme ». Ce biais en faveur de la liquidité et du court terme est d'ailleurs entretenu par une fiscalité favorable aux placements financiers de court terme et sans risque quand il faudrait, au contraire, orienter les investisseurs vers l'investissement de long terme et la prise de risque dans l'économie réelle.

Deux transitions sont à l'œuvre en France, comme en Europe, qui vont être déterminantes pour l'avenir de la zone euro dans son ensemble : la transition numérique et la transition écologique. Elles ne réussiront que si elles sont portées par l'accélération des innovations. Or l'innovation vient souvent des *start-ups* dont le financement passe, on le sait, difficilement par les circuits traditionnels du financement externe (le financement bancaire et les marchés de titres). Le développement bien compris et bien encadré du capital-investissement sera donc à cet égard déterminant.