

VENTURE CAPITAL ET PME

PHILIPPE JURGENSEN *

Le *venture capital* - que l'on pourrait aussi bien appeler « capital création » ou « capital aventure » même si le sens premier du mot « to venture » est bien « hasarder », c'est-à-dire faire du capital-risque au sens authentique de ce mot - est un déterminant essentiel du potentiel de croissance d'une économie.

77

En effet, l'innovation, seule source possible d'un supplément de croissance (on se doute bien que ce n'est pas par la compétitivité de nos salaires que nous concurrencerons les pays émergents), a besoin de s'incarner dans des entreprises très mobiles et à fort potentiel, qui, elles-mêmes, ne pourront pas prospérer sans un apport suffisant de capital.

Une des sources du dynamisme américain et même britannique est bien, comme on le voit dans la Silicon Valley et dans les deux Cambridge (celui de la Nouvelle-Angleterre et celui de la vieille Angleterre), le foisonnement au contact de centres universitaires d'excellence scientifique d'entreprises nouvelles, mais aussi d'investisseurs prêts à parier sur leur avenir.

Nous ne pouvons pas compter exclusivement, dans ce domaine, sur nos grandes entreprises ; elles ont certes de fortes positions internationales, mais ne peuvent pas avoir la même réactivité et la même souplesse d'adaptation aux nouvelles technologies.

L'analyse souvent faite des causes de nos piètres performances en termes de commerce extérieur, comparées à celles de l'Allemagne, met

* Inspecteur général des finances, président de l'Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles - ACAM, professeur d'économie approfondie à l'IEP de Paris.

en évidence le fait qu'à la différence de nos voisins d'outre-Rhin, nous ne disposons pas d'un tissu serré de PME performantes offrant, sur les marchés extérieurs, des produits qui restent compétitifs malgré le cours élevé de l'euro, grâce à leurs qualités et à leurs performances techniques.

LE CONSTAT D'UNE CARENCE RELATIVE DU VENTURE CAPITAL

Pour permettre à de nouveaux « champions » français de se créer et de franchir les premières étapes de leur développement, il est indispensable que les jeunes entreprises innovantes qui, à ce stade, sont encore évidemment des PME et même des TPE, reçoivent un soutien financier dynamique des capitaux-risqueurs.

Or, il faut bien constater que si le financement en fonds propres des entreprises non cotées (*private equity*) s'est nettement développé au cours des dernières années, ce financement reste très largement tourné vers la transmission d'entreprises et le rachat de firmes qui ont déjà fait leur première croissance et approchent du stade de la maturité. Les fameux LBO¹, pour lesquels nos spécialistes du *private equity* marquent une préférence si forte, ont compté, ces dernières années, pour 80 % de leurs investissements, ramenant les parties les plus importantes du métier à la portion congrue : 10 % pour le capital-développement, 5 % seulement pour le *venture capital* ou capital d'amorçage.

Les chiffres sont parlants :

En 2007, les acteurs français du capital-investissement ont, selon l'AFIC², investi un montant record de 12,6 milliards d'euros - soit 24 % de plus qu'en 2006 - dans 1 158 entreprises. Mais, dans ce total, l'amorçage/création et le capital-développement n'ont, quoiqu'ils progressent eux aussi, qu'une toute petite part : 677 M€ et 1 310 M€ respectivement, soit 5,4 % et 10,5 % du total. Les cinq sixièmes des fonds investis vont vers la transmission d'entreprises, les grands LBO de plus de cent millions d'euros pièce représentant à eux seuls près de la moitié de l'ensemble.

Le tableau ci-dessous montre que, sur une décennie, la faiblesse du *early stage* n'a cessé, hélas, de s'affirmer depuis le point de retournement de l'an 2000. Autrement dit, tout se passe comme si, sur ce seul plan, l'éclatement de la « bulle Internet » n'avait toujours pas fini de faire sentir ses effets...

Tableau 1
Situation du capital-investissement en France

(en milliards d'euros)	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Évolution 2000-2007
Investissements réalisés	0,87	1,26	1,79	2,82	5,3	3,29	5,85	3,64	5,19	8,07	10,16	12,55	+ 137,0 %
- dont en « early stage » (amorçage, création et jeunes entreprises)	0,15	0,17	0,26	0,52	1,16	0,56	0,49	0,33	0,39	0,48	0,54	0,68	- 41,4 %
- dont en développement								0,78	0,7	0,89	1,06	1,31	
Part du « early stage »	17,2 %	13,5 %	14,5 %	18,4 %	21,9 %	17,0 %	8,4 %	9,1 %	7,5 %	6,0 %	5,3 %	5,4 %	- 75,3 %

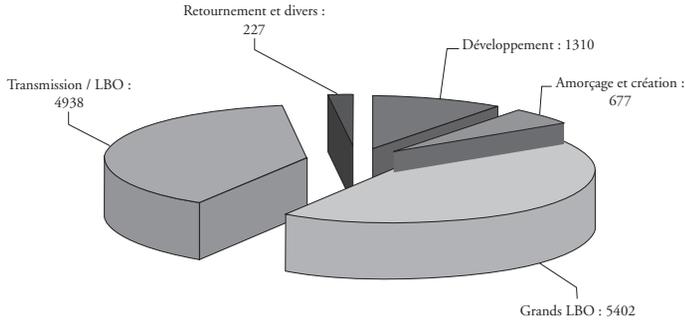
Source : AFIC.

Notes :

- Les fonds investis ont été supérieurs en 2007 aux fonds levés dans l'année : 12 554 M€ investis pour 9 995 M€ levés. Les fonds levés étaient au contraire plus importants les années précédentes : 11,95 Md€ en 2005 et 10,28 Md€ en 2006.
- 416 entreprises ont été soutenues en amorçage en 2007 (+ 24 % sur 2006), et 557 en développement (+ 16 %).
- Plus de 80 % des entreprises soutenues sont des PME de moins de 250 salariés et réalisent moins de 50 M€ de chiffre d'affaires ; plus du tiers ont une activité à caractère innovant et technologique.

Graphique 1

Répartition des fonds investis par les acteurs français du capital-investissement en 2007 - (Total = 12 554 Md€)



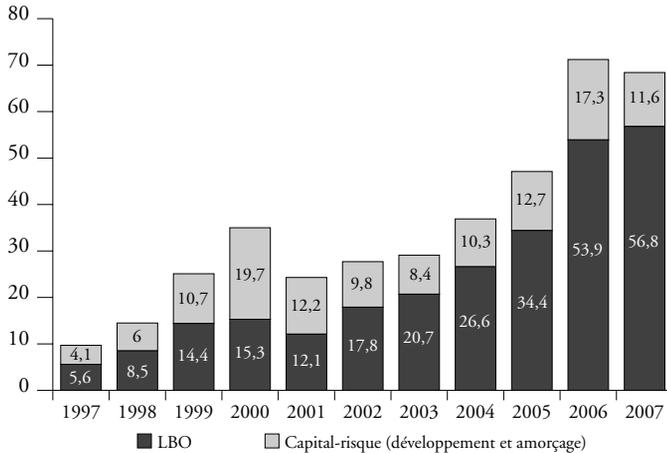
Source : AFIC.

Le constat est pratiquement identique à l'échelle européenne (graphique 2) : l'activité a fortement augmenté, puisque les investissements de 2007, à 68,3 Md€, sont sept fois supérieurs au niveau de 1997. Mais le capital-risque ne représente que 13 % des nouveaux fonds collectés en 2007, les rachats d'entreprise accaparant 87 % du total, et sa part dans les fonds investis n'est que de 17 % en 2007 (4 % pour le *early stage* et 13 % pour le développement).

80

Graphique 2

Répartition des investissements européens en *private equity* sur dix ans (en Md€)

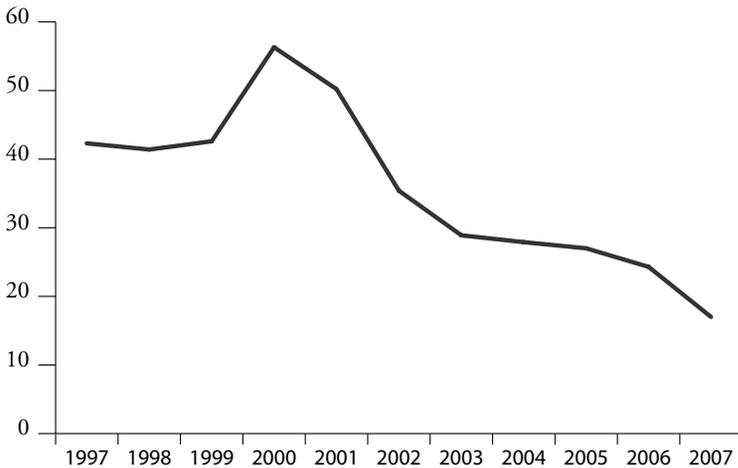


Source : EVCA.

Note : En 2007, les 68,4 Md€ investis se répartissent comme suit (en % du total) : grands et très grands LBO = 38,1 % ; autres LBO = 39,3 % ; capital-développement = 12,9 % ; *early stage* = 4,1 %. En revanche, en nombre d'opérations, le *early stage* représente 34,6 % et le développement 35,6 %.

Le graphique 3 illustre la chute du capital-risque authentique dans l'ensemble des investissements du secteur non-coté : majoritaires en 2001 et 2002, les investissements en *early stage* et en développement, qui représentaient encore 24 % du total en 2006, sont tombés à 17 % en 2007.

Graphique 3
Évolution sur dix ans de la part du capital-risque
dans le total investi en non-coté en Europe
(en %)



81

L'effondrement récent du marché des LBO, conséquence de la crise financière, est, il est vrai, en train de changer la donne. Mais, en l'état actuel des choses, il est fort à craindre qu'il ne se traduise par un rétrécissement global de la taille du marché du capital-investissement plus que par un regain d'intérêt pour le véritable capital-risque.

*COMMENT RANIMER LES INVESTISSEMENTS
 EN VENTURE CAPITAL ?*

Que faut-il pour ranimer les vocations dans cette direction si essentielle pour notre économie ?

- des accompagnateurs ;
- des possibilités de sortie, notamment en Bourse ;
- des incitations fiscales.

Des accompagnateurs

En ce qui concerne ce premier point, nos capitaux-risqueurs se trouvent un peu seuls, notamment du fait du très faible nombre de

business angels que compte notre pays : environ cinq mille, soit dix fois moins qu'au Royaume-Uni, cent fois moins qu'aux États-Unis.

L'apport des *business angels* est pourtant essentiel, dans la mesure où il ne se fait pas seulement sous forme de financement, mais aussi d'appui et de conseils à l'entrepreneur par un de ses aînés qui a réussi. Il faut souhaiter que les vocations de ce type se multiplient : des groupements comme « France Business Angels » et « France Initiative Réseau » tentent de les susciter et de les faciliter. Allant dans le même sens, une disposition prise l'an dernier étend la déduction « Madelin » (possibilité de déduire de ses revenus l'investissement fait dans une PME, jusqu'à 40 000 €) aux apports faits à des *business angels*.

Les pouvoirs publics ont fait des efforts pour suppléer partiellement à cette faiblesse, notamment en finançant une partie des investissements des PME innovantes par les avances remboursables de l'ANVAR (aujourd'hui OSEO Innovation), intermédiaires entre prêts et fonds propres, et même, pendant un temps, par des apports directs de fonds propres sous forme de BSA, remplacés aujourd'hui par des « prêts participatifs d'amorçage ». OSEO Innovation a consacré 366 millions d'euros en 2007 au soutien financier des PME innovantes³.

82

Ce soutien est complété par le système de garantie de fonds propres de SOFARIS (aujourd'hui également regroupée au sein d'OSEO), qui a permis aux investisseurs dans les PME d'être partiellement couverts contre le risque de perte de leur apport. 200 millions d'euros sont consacrés chaque année à ces garanties, qui couvrent 50 % du risque et même 70 % pour les jeunes entreprises innovantes (JEI).

L'État a aussi pris l'initiative d'accompagner encore plus explicitement les investisseurs de marché en lançant successivement depuis 1998 non moins de cinq fonds, confiés à la Caisse des dépôts, pour investir aux côtés des capitaux-risqueurs et partager le fardeau avec eux. Ces fonds publics de capital-risque, partiellement abondés par le Fonds Européen d'Investissement, la Caisse des dépôts, et par des acteurs privés, ont pour caractéristique commune - sauf pour l'un d'eux, le FCJE, qui pouvait investir directement au capital de PME⁴ - d'être des « fonds de fonds », l'idée (discutable, à mon sens) étant de démultiplier les moyens des investisseurs du marché sans les concurrencer. Le plus récent et le plus important de ces fonds est France Investissement, lancé en novembre 2006, qui apportera 500 M€ par an pendant six ans. Entièrement ciblé sur le capital-risque (les LBO sont exclus), il rassemble, aux côtés de l'État, la CDC et six grands partenaires privés⁵.

Dans le même temps, l'État a demandé aux assureurs de s'engager

d'avantage dans le non-coté : leur encours dans ce domaine a progressé de plus de 6 milliards d'euros depuis trois ans et atteignait, fin 2007, plus de 11 milliards d'euros, hors filiales⁶ - ce chiffre, important en valeur absolue, comme en part du marché (21 % des fonds levés en 2007 pour le *private equity*), ne représente toutefois que 1 % de leur encours de placements⁷.

Une quinzaine de « fonds d'amorçage » régionaux, qui soutiennent particulièrement les projets sortant des incubateurs d'entreprises et accélèrent leur démarrage, ont été mis en place avec un apport public.

Enfin, la Caisse des dépôts a soutenu, dans le cadre de son propre programme en faveur des fonds propres des PME (150 millions d'euros par an), le développement de tout un réseau d'investisseurs locaux, celui des ORCI (organismes régionaux de capital-investissement).

Sur le plan européen, la Commission de Bruxelles, s'efforçant de progresser vers l'objectif retenu à Lisbonne en 2000 de rendre l'Europe très compétitive, a développé l'accompagnement en fonds propres des PME par le Fonds européen d'investissements, filiale de la BEI. Le FEI investira 1,1 milliard d'euros sur la période 2007-2013, en complément des fonds nationaux.

Des possibilités de sortie

83

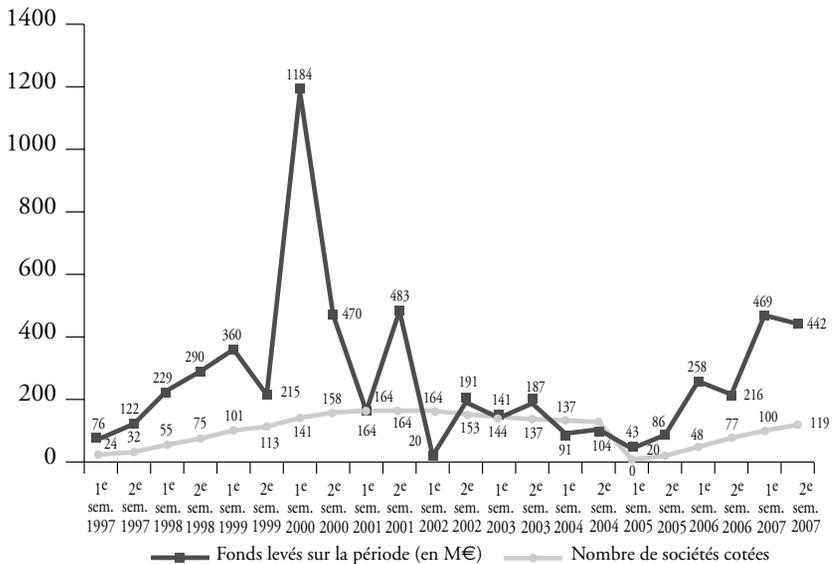
La possibilité, pour le capital-risqueur, de céder son investissement - avec la plus-value qu'il aura éventuellement acquise entre-temps - dans un délai raisonnable est évidemment cruciale pour ne pas rester « collé » longtemps avec une participation. Les investisseurs cherchent à faire « tourner » leurs placements à un rythme de trois ans si possible, en tout cas cinq ans au plus.

Dans bien des cas, leur participation, si elle présente des potentialités intéressantes, sera reprise par un autre investisseur en *private equity* ; mais la bonne santé du système dépend évidemment de l'existence d'acheteurs ultimes. Il peut s'agir de grands investisseurs comme les fonds souverains étrangers, de plus en plus présents, ou comme la Caisse des dépôts - qui joue en somme le rôle d'un fonds souverain français, évitant la perte de contrôle d'entreprises qui peuvent être stratégiques - ; mais le débouché le plus normal pour les affaires qui ont réussi est la sortie en Bourse.

Or, on ne peut qu'être préoccupé des difficultés persistantes que l'on rencontre en Europe pour organiser un marché boursier suffisamment vaste et liquide pour les PME innovantes. Il nous manque toujours l'équivalent du Nasdaq américain. Comme on le sait, les premières tentatives qui avaient été conduites dans ce domaine avec le lancement en France du Nouveau Marché, en Allemagne du

Neuer Markt, et à l'échelle européenne de l'Easdaq, se sont mal terminées : l'éclatement de la « bulle Internet » a conduit à la fermeture pure et simple du Neuer Markt, puis de l'Easdaq, tandis que le Nouveau Marché, qui avait subi une impressionnante baisse des cours, était fondamentalement modifié. Son successeur, Alternext, offre certes des possibilités, mais elles sont moins centrées sur l'innovation que ce n'était le cas pour le Nouveau Marché. Surtout, le nombre de sociétés cotées ne dépasse pas une grosse centaine (125 au 30 juin 2008, dont dix cotées à Bruxelles ou Amsterdam⁸), et les fonds levés restent inférieurs à 1 Md€ par an. Le graphique 4 illustre le développement d'Alternext.

Graphique 4
Évolution des fonds levés et du nombre des sociétés cotées sur le Nouveau Marché, puis Alternext entre 1997 et 2007



Source : Tableau de bord de l'innovation du MINEFE, juin 2008.

De plus, les conséquences de la crise financière actuelle ont de nouveau réduit à leur plus simple expression les possibilités effectives de sortie en Bourse sur ce marché : sept sociétés seulement (dont une chinoise et une britannique) ont été introduites sur Alternext depuis début 2008.

Au niveau mondial, les montants levés en Bourse ont chuté de moitié au 1^{er} semestre 2008 par rapport au 1^{er} semestre 2007. La

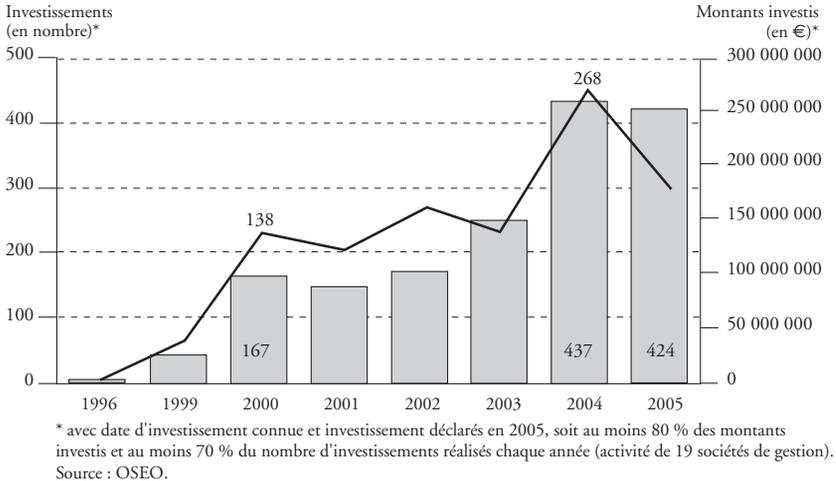
situation est pire en Europe, puisque les montants levés ont chuté de près de 79 %, à 12,2 Md\$ contre 57 un an plus tôt. En nombre, 85 introductions seulement ont été menées à bien du 1^{er} janvier au 30 juin 2008, soit moins du tiers du chiffre du premier semestre 2007.

Des incitations fiscales

Dans ce domaine, une série de mesures favorables ont été prises en France, comme l'introduction du statut de l'entreprise unipersonnelle et la création d'un régime spécial de charges fiscales et sociales réduites pour les jeunes entreprises innovantes⁹ (JEI). La mesure la plus significative est la réforme du « crédit d'impôt recherche » qui a été modifié l'an dernier pour couvrir une partie plus importante des investissements de recherche-développement des entreprises (30 % au lieu de 10 % précédemment), ce qui représente un effort budgétaire important - le coût est estimé à plus de 2 Md€. Même si on peut regretter qu'il ne soit désormais plus tenu compte, dans le calcul de l'assiette du CIR, de la croissance des dépenses de R&D, mais seulement de leur montant global, c'est un avantage pour nombre d'entreprises.

Une autre mesure fiscale importante a été la création, il y a douze ans, des FCPI (fonds communs de placement dans l'innovation) puis, il y a six ans, des FIP (fonds d'investissement de proximité). L'avantage fiscal important dont bénéficient les placements dans ces fonds (déductibilité directe d'un quart de leur montant de l'impôt sur le revenu) est assorti d'une contrainte forte : l'obligation d'investir dans les deux ans 60 % des fonds collectés en apport en fonds propres à des PME (innovantes dans le cas des FCPI). Les FCPI représentent, depuis des années, un apport très significatif sur le marché du *venture capital* ; les 163 fonds existants ont, au total, levé plus de 3 Md€ et investi 1,3 Md€ dans l'innovation sur la période 1997-2005, dans près de 2 500 opérations différentes (voir graphique 5). Ce rythme s'accélère sur la période récente (250 M€ investis en 2007) ; ils sont donc un accompagnateur naturel des investisseurs professionnels en non-coté.

Graphique 5 Évolution des investissements et des montants engagés par les FCPI entre 1998 et 2005



86

Quant aux FIP, les 83 fonds créés depuis 2003 ont levé plus de 800 M€ (dont 375 M€ en 2007), et accompagné plus de 700 entreprises (dont 150 en 2007).

Enfin, la récente réforme faite en 2007 dans le cadre de la loi TEPA, (permettant aux redevables de l'impôt sur la fortune de déduire de l'impôt à payer, dans la limite d'un plafond individuel de 50 000 euros, 75 % de leur investissement direct en capital dans une PME ou la moitié de la part investie dans de telles entreprises par un FCPI ou un FIP) est une incitation très forte, connaissant le goût des Français pour les « niches fiscales ». Les premiers résultats qui viennent d'être publiés sont d'ailleurs convaincants, puisque 530 millions d'euros auraient été investis, dès la première année, dans ces dispositifs¹⁰, alors même que ceux-ci n'ont été complètement mis au point que quelques jours avant la date limite de paiement de l'impôt.

Comme on le voit, les efforts qui ont été faits par les pouvoirs publics pour pousser les investisseurs vers le véritable capital-risque sont importants et divers - peut-être trop divers.

Il faut espérer qu'ils aideront les investisseurs privés en non-coté, dans la phase difficile qu'ils connaissent actuellement du fait de la rétraction des possibilités de LBO, à franchir le pas et à se réinvestir beaucoup plus largement que ces dernières années dans les apports les plus créatifs, c'est-à-dire le capital-risque au sens plein et noble du mot.

NOTES

1. *Leveraged Buy-Out* : rachat d'une entreprise avec une part importante d'endettement extérieur, qui sera remboursée sur les résultats futurs.
2. Association française des investisseurs en capital.
3. Les trois quarts de cette somme ont été faits sous forme d'avances remboursables, un quart sous forme de subventions. OSEO Innovation consent également des aides sous forme de prêts participatifs d'amorçage, pour une vingtaine de millions d'euros en 2007, qui s'ajoutent à ces sommes.
4. Le FCJE, lancé en 2002 pour un montant de 100 M€, est aujourd'hui épuisé.
5. Il s'agit de la Société générale, des Banques populaires, de la Caisse nationale des caisses d'épargne et de trois grands assureurs : AXA, AGF et Groupama.
6. Ces montants sont ceux qui ont été effectivement appelés par les fonds pour être investis dans le non-coté. On peut y ajouter 4 Md€ d'engagements non encore appelés. Si l'on inclut les filiales opérationnelles des assureurs dans ces sommes, le montant total dépasse 21 Md€.
7. Les assureurs revendiquent toutefois la place de premiers investisseurs nationaux dans le non-coté : selon l'AFIC, 21 % des fonds levés en France en 2007 pour l'investissement dans les PME proviennent d'eux.
8. Ces 125 entreprises ont réalisé en 2007 un chiffre d'affaires de 4,1 Md€, soit 35 M€ par entreprise en moyenne ; leur résultat net a été multiplié par 3. NYSE-Alternext vient de racheter, aux États-Unis, Amex Bourse, spécialisée dans les PME innovantes. Environ 400 sociétés de ce type seraient traitées sur ce nouveau compartiment, baptisé « NYSE Alternext » ; cela restera très inférieur à l'AIM (Alternative Investment Market) de Londres, qui cotait, fin juin 2008, 1 657 sociétés, dont 339 non-britanniques.
9. Le statut de la JEI, institué par la Loi des Finances pour 2004, concerne un millier d'entreprises jeunes (moins de 8 ans d'existence) faisant un effort important de recherche-développement (plus de 15 % de leur chiffre d'affaires). Il leur accorde 3 années d'exonération totale de l'IS, suivies de 2 années à IS réduit de moitié, et allège leurs charges fiscales.
10. Cette estimation est donnée par une étude récente conduite en commun par l'AFIC et l'AFG et publiée le 9 juillet 2008. Les 530 M€ collectés par 23 sociétés de gestion, qui ont constitué 29 fonds d'investissement, viennent de 45 000 contribuables différents. Ces fonds devraient être investis à hauteur d'au moins 330 à 350 M€ dans des PME éligibles, d'ici 30 mois.

