

CAPITAL-RISQUE ET CAPITAL-DÉVELOPPEMENT : DES PROPOSITIONS DE RÉFORME

DENIS MORTIER*

En canalisant l'épargne longue au profit des entreprises non cotées les plus prometteuses, le capital-investissement répond à leurs besoins en fonds propres à chaque étape de leur vie : création, développement et transmission.

Les investissements annuels de la profession, représentée par l'Association française des investisseurs en capital (AFIC), ont doublé depuis 1990 pour atteindre 7,2 milliards de francs en 1994. Les ressources cumulées mobilisées représentaient 65 milliards en 1994. Plus de sept mille entreprises ont ainsi bénéficié d'apports en fonds propres. Malgré un environnement économique peu favorable, le rythme soutenu des investissements montre le rôle clé de support aux PME.

Aujourd'hui le capital-investissement français se situe au troisième rang mondial, encore loin derrière les Etats-Unis et la Grande-Bretagne, mais devant l'Allemagne (qui connaît cependant un taux de croissance plus rapide).

Outre leurs apports en fonds propres, les investisseurs sont des interlocuteurs à l'écoute des besoins des entreprises : une étude de Coopers & Lybrand en 1993 montre que 72 % des chefs d'entreprise les considèrent comme de véritables partenaires, 62 % pensent que leur soutien a été déterminant pour le développement des investissements de l'entreprise, 43 % pour la création d'emplois et 38 % pour l'expansion du budget Recherche et Développement.

Cette même étude, menée en association avec l'AFIC, compare les PME ayant ouvert leur capital à des sociétés d'investissement à l'ensemble PME constituant la centrale des bilans du Crédit national.

Sur le premier échantillon, les effectifs ont augmenté de 34 %, le chiffre d'affaires de 42 %, les exportations de 80 % et les investissements de 99 %. Dans le même temps, l'ensemble PME enregistrait une baisse des emplois de 7 % tandis que chiffres d'affaires, exportations et investissements ne croissaient que de 17 %, 23 % et 36 % respectivement.

* *Président de l'Association française des investisseurs en capital (AFIC), directeur général administrateur de la Financière Saint-Dominique, groupe Crédit National.*

Pour faire face à leur développement, les entreprises de croissance nécessitent de nouveaux capitaux frais alors que l'épargne longue française souffre de handicaps structurels et ne répond pas totalement à leurs besoins en étant insuffisante et souvent mal orientée.

Face à ces difficultés, l'AFIC propose des mesures concrètes qui s'articulent autour de cinq grands thèmes : augmenter les ressources, permettre aux investisseurs de jouer pleinement leur rôle, développer l'audace d'entreprendre, favoriser la mobilité du capital et adapter les marchés boursiers aux PME de croissance.

Augmenter les ressources de capital-patient

Le premier handicap est l'insuffisance de capital prêt à s'investir dans les PME du fait de l'inadaptation des structures.

Les *fonds de pension* américains et britanniques représentent plus de 40 % des ressources du capital-investissement de ces deux pays. Leur création en France permettrait de canaliser des ressources d'épargne, existantes mais éparpillées, vers des investissements à long terme dans les PME. Quelques pour-cent des portefeuilles de ces fonds (entre 3 % et 5 %) pourraient être investis au travers des structures habituelles que sont les Sociétés de capital-risque (SCR) et les Fonds communs de placement à risque (FCPR), cela après avoir établi des normes prudentielles de gestion.

En préservant la transparence fiscale et la responsabilité de l'investisseur limitée aux montants investis, les fonds de pension étrangers pourraient plus facilement participer au financement des entreprises françaises pendant la montée en puissance des fonds de pension nationaux.

Cette évolution passe techniquement par trois ajustements :

— une *adaptation du statut des FCPR* qui seraient différenciés entre ceux faisant appel à l'épargne publique régis par les dispositions actuelles et ceux réservés à des investisseurs avertis, bénéficiant d'une grande liberté contractuelle, en particulier dans la composition du portefeuille, la gestion des comptes courants d'investisseurs et la cession de parts ;

— un *allègement du statut SCR* simplifiant la nature des titres éligibles, réaménageant le dispositif de distribution et l'accès au statut ;

— une reprise du projet de création juridique de la *fiducie*.

Permettre aux investisseurs de jouer pleinement leur rôle

Les capital-investisseurs ne se contentent pas d'apporter des fonds. Ils veulent et ils peuvent remplir un rôle de conseil pour épauler les créateurs et les chefs d'entreprises et contribuer ainsi à la valorisation et au succès de celles-ci. Leur présence au conseil d'administration répond à de tels objectifs mais demande des aménagements en permettant une meilleure répartition des rôles entre actionnaires, administrateurs et dirigeants.

L'équilibre entre ces trois composantes a fait l'objet d'un souci particulier de la part du législateur de 1966 mais du fait de certaines règles très formelles la pratique quotidienne est souvent malaisée. Les notions d'intérêt social, de responsabilité des dirigeants et de rôle des actionnaires, connues chez les Anglo-Saxons sous le vocable de *corporate governance* réapparaissent.

Cela relève plus d'un code de bonne conduite traduisant des modifications culturelles de comportement que de changements législatifs extensifs.

— Il est de l'intérêt des *actionnaires* de nommer des administrateurs indépendants et d'exiger d'eux la qualité de l'information, sa transparence, sa pertinence et la rapidité de sa transmission. Ces actionnaires doivent doter le conseil d'administration de moyens lui permettant d'exercer ses responsabilités et lui allouer les budgets nécessaires à l'étude préalable de certaines décisions. Enfin, ils doivent être présents lors des assemblées générales.

— Les *administrateurs* doivent faire le plein usage de leur droit à l'information et il serait souhaitable d'élargir les possibilités de convocation des conseils et assemblées. Afin de ne pas bloquer certaines initiatives, il conviendrait surtout de revenir au principe de la responsabilité individuelle et personnelle des seuls dirigeants de droit ou de fait.

— Les *dirigeants* doivent voir leur rôle de responsables de la gestion de l'entreprise bien dissocié entre la fonction de président, non exécutif, ayant pour mission l'animation, la coordination et le suivi de l'exécution des décisions du conseil d'administration, et le directeur général, exécutif, appliquant la politique générale arrêtée par le conseil.

— L'implication des *gestionnaires des structures d'investissement* dans le suivi actif des sociétés dans lesquelles ils détiennent des participations peut prendre des formes très variables. Certains sont présents aux conseils d'administration, d'autres privilégient les relations non structurées, directes et personnelles avec les dirigeants, tandis que d'autres participent aux comités stratégiques. Toutefois, ils sont tous freinés par les règles de limitation du cumul de mandats sociaux et par la notion de responsabilité collective des dirigeants de droit, risquant le cas échéant d'être parmi les premiers appelés en comblement de passif en raison des fautes de gestion commises par les gestionnaires effectifs.

Développer l'audace d'entreprendre

De la capacité à susciter l'audace d'entreprendre dépend le renouvellement du tissu industriel français et le dynamisme des entreprises à fort potentiel.

Le développement du financement des entreprises en création, encore appelé capital-risque (c'est-à-dire capital d'amorçage, capital-création et post-création) stagne en France depuis 1992. Après le pic à 456 millions de francs en 1991, les montants annuels investis par l'ensemble des acteurs du capital-

risque n'atteignent plus que 273 millions de francs en 1994. Cette évolution contraste avec la progression des autres métiers du capital-investissement. D'après les statistiques européennes de la période 1989-1994, les montants investis en capital-risque ont été divisés par trois en France alors qu'ils ne baissaient que de 25 % sur l'ensemble de la CEE en raison du fort accroissement des investissements aux Pays-Bas et en Allemagne. Peut-être faut-il rapprocher ce phénomène de l'existence dans ces deux pays de procédures de couverture de risque simples et efficaces : l'assistance de la TBG en Allemagne ou le statut de garantie PPM accordé aux opérateurs en capital-crédit aux Pays-Bas.

Les mesures nécessaires à une relance concernent les simplifications administratives, l'éducation, les récompenses à la prise de risque, le retour à l'encouragement du capital-risque et le développement de l'épargne de proximité.

— Les fonctions assurées par le capital-risque (sélection des projets, analyse stratégique, financement, accompagnement de gestion, soutien relationnel, assistance aux négociations...) constituent un ensemble cohérent et irremplaçable qu'il convient de relancer. L'AFIC propose d'y *sensibiliser tous les intervenants* : grandes entreprises, pouvoirs publics, écoles de commerce et d'ingénieurs.

— La réussite des entrepreneurs individuels et des investisseurs qui ont participé à la création d'une entreprise se mesure au moment de la sortie de l'investissement. Aujourd'hui, les *marchés financiers*, thème que nous reprendrons ci-après, ne sont pas à même d'externaliser la valorisation de ces investissements. Le second marché n'a pas répondu aux attentes en raison des critères de rentabilité immédiate qu'il impose. Ce handicap de sortie est commun aux jeunes entreprises européennes : au cours des dernières années plus de la moitié des sociétés européennes employant plus de cinq cents personnes ont pu lever des capitaux en bourse contre seulement 2 % des sociétés employant moins de cinq cents personnes.

— Les systèmes de garantie sont les mesures d'incitation les plus efficaces pour inverser le courant de désaffection que connaît l'investissement en capital-risque, d'autant plus que, par leur effet multiplicateur, ils permettent d'induire des investissements en capital plus importants que la dotation de garantie originelle. Or, l'évolution de la prise en charge du risque d'investissement par les pouvoirs publics, par l'intermédiaire de leur structure d'assurance la SOFARIS, laisse apparaître une dérive certaine de ses mécanismes d'attribution, de ses montants, voire de sa vocation. Le champ de couverture s'est élargi à l'ensemble des investisseurs à travers des pôles spécifiques et aux banques, la quote-part des encours de risques fonds propres devenant alors marginale : 5 % contre 95 % aux encours de prêts bancaires.

Un retour aux sources du rôle de la SOFARIS s'impose en supprimant tout particulièrement le système d'intéressement aux plus-values.

Depuis 1994, le fonds de garantie capital PME, doté par la Caisse des dépôts et consignations, permet à nouveau la mise en place de conventions globales de portefeuille au profit des seuls investisseurs en fonds propres.

Enfin les programmes Fonds création et Fonds développement technologie doivent être réactivés.

— Le cadre d'intervention des investisseurs en fonds propres dans les *sociétés de technologie* doit être renforcé pour s'adapter à l'expertise très poussée nécessaire à la réduction du risque avec une participation plus fréquente de l'ANVAR (par exemple, avec une prise en charge d'une partie du coût des études de faisabilité).

Une catégorie spécifique de FCPR et de SCR doit être créée, adaptée aux investissements technologiques, reprenant la philosophie qui avait animé la création des SFI. Sur ce dernier point les rapports de messieurs Chabbal et Piketty sont d'un grand intérêt et leur mise en application doit être soutenue.

— Enfin, *l'épargne de proximité* doit pouvoir compléter l'offre des capitaux institutionnels disponibles pour les entreprises nouvelles. Les avantages de la loi Madelin sont encore trop limités pour jouer un rôle significatif dès que les projets sont ambitieux. Cette épargne devrait pouvoir transiter par les sociétés de capital-investissement tout en bénéficiant des avantages fiscaux liés à l'investissement direct, sans appel public à l'épargne.

Favoriser la mobilité du capital

Alors que 60 % des PME pourraient disparaître faute de successeurs ou d'investisseurs, le capital-investissement peut favoriser les reprises par les dirigeants et salariés.

La reprise d'entreprises par les salariés (RES), instaurée en 1984, a progressivement perdu son efficacité en raison de mesures cumulatives pénalisantes. Il faut donc réaménager son statut pour lui redonner tout son rôle incitatif.

Le régime actuel impose des seuils de détention prohibitifs à deux niveaux : salariés dans la holding (33 % du capital) et détention de la holding dans la société-cible : 95 % pour bénéficier de l'intégration fiscale (taux qui n'était que de 51 % à l'origine). La combinaison de ces deux taux oblige les salariés à un effort financier important qui devient vite excessif dès qu'il s'agit d'une moyenne entreprise et empêche l'ouverture du capital de la cible à un partenaire minoritaire significatif.

Il conviendrait de se rapprocher des seuils d'intégration pratiqués par nos principaux voisins européens : 51 % en Allemagne, 75 % en Grande-Bretagne. L'AFIC propose un seuil de 75 % applicable aux holdings d'acquisition constituées pour la reprise d'entreprises (que ce soit dans le cadre de RES ou en dehors de RES).

Adapter les marchés boursiers aux PME de croissance

Un grand pas vers la liquidité des investissements et l'accès à de nouveaux apports de fonds propres a été franchi avec le lancement programmé début 1996 du nouveau marché en France.

Alors que les marchés officiels français et européens se concentrent sur les plus grandes sociétés, la création de marchés actifs en Europe réglementés et transparents, avec leur finalité propre et jouissant des mêmes avantages fiscaux que les investissements dans les sociétés non cotées ne peut que satisfaire les professionnels de l'investissement. L'AFIC souhaite que soit réunies les conditions de succès pour un marché de taille européenne, susceptible d'accueillir les entreprises de croissance à vocation internationale, les investisseurs et les intermédiaires. Ce marché pourra prétendre jouer à terme le même rôle moteur dans le développement des entreprises les plus dynamiques et les plus créatrices d'emplois que joue le NASDAQ à l'échelle des Etats-Unis.

L'ensemble de ces propositions, tirées de l'expérience des professionnels de financement en fonds propres des PME-PMI, tend à préciser sous quelles conditions structurelles le capital-investissement français est capable d'attirer les fonds nationaux et internationaux vers les sociétés dynamiques.

Cela suppose une concertation étroite avec les pouvoirs publics, concertation en cours, pour donner vie à ces propositions de réforme.