

# Le capital risque : que nous enseigne l'après-crise ?

Depuis 2000 et l'effondrement des marchés boursiers, le capital risque est en crise. Une crise que l'action des pouvoirs publics aura certes limitée mais qui invite aujourd'hui à renforcer une chaîne du financement sans maillon faible, en amont pour la création de PME comme en aval pour leur développement, à l'aide, notamment, d'une meilleure mobilisation de l'épargne des ménages. Il y va de notre capacité à créer et développer de nouvelles entreprises à forte valeur ajoutée. Et à les porter jusqu'aux premiers rangs mondiaux.

par **Pascal Lagarde,**  
*Directeur général*  
et **Pierre Bouchara,**  
*Directeur d'investissement*  
**CDC PME**

**L**es jeunes PME à fort potentiel de croissance des secteurs des hautes technologies (télécommunications, logiciel, composants électroniques, biotechnologies...) ont besoin de capitaux importants pour développer leurs produits, industrialiser leur

plate-forme technologique et construire une force commerciale. Il est rare qu'elles obtiennent des prêts bancaires à cette fin: ces projets présentent un risque et des coûts de gestion que les taux fixes usuels ne couvrent pas. Le financement en fonds propres doit donc être privilégié.

## Financer la création

Parallèlement, l'accompagnement initial est important pour une jeune société technologique. Quand l'entreprise entend proposer un produit ou un service particulièrement innovant, la démarche *marketing* et l'identification du ou des premiers marchés cibles constituent une étape délicate qui exige une bonne connaissance de son secteur industriel de la part des fondateurs, mais aussi des actionnaires. C'est le rôle des investisseurs en capital risque de financer et d'accompagner ces entreprises. Leur démarche consiste à apporter des fonds propres à la PME, en échange

d'une part de son capital, et de revendre cette participation quatre à sept ans plus tard à l'occasion d'une cession de la société ou d'une introduction en bourse. Leur objectif est bien sûr de réaliser une plus-value. Entre temps, pour créer de la valeur dans la société, ils jouent le rôle d'actionnaires actifs qui apportent leur expérience, leur réseau et leur connaissance du secteur industriel aux dirigeants et aux fondateurs.

Cette profession est organisée autour de sociétés de gestion qui, comme tout gestionnaire d'actifs, lèvent des fonds auprès d'institutionnels, d'établissements financiers, d'industriels, de fonds de pension ou de personnes physiques. Les capitaux confiés par ces investisseurs, pour une durée de huit à douze

ans, constituent un placement risqué et à long terme, de sorte qu'ils en attendent un rendement annuel de 10 à 30 %. Ce sont les montants ainsi collectés qui seront investis par les professionnels du capital risque dans les PME. Dès lors, les capitaux levés par les équipes de gestion et, par la suite, les sommes qu'elles investissent dans des PME sont deux indicateurs de la bonne santé du marché du capital risque et donc du financement des jeunes entreprises technologiques.

## Un marché en crise

Le capital-risque traverse actuellement une profonde crise conjoncturelle qui se caractérise tant par la diminution drastique des investissements que par la chute des levées de fonds. De 20,6 milliards d'euros en 2000, les investissements en capital risque dans des sociétés européennes sont revenus à 10,5 Md€ en 2001, et à 4,4 Md€ en 2002

(1). En France, les montants investis ont été divisés par deux entre 2000 et 2002, passant d'un milliard à 500 millions d'euros (2) ; cette baisse est moins marquée que chez nos voisins du fait de l'activité des Fonds commun de placement pour l'innovation (FCPI), levés auprès de souscripteurs privés grâce à une fiscalité attractive, et de la mobilisation des investisseurs publics (cf. *infra*). Le marché américain – marché de référence dans cette activité – souffre également : seuls 3,5 milliards d'euros ont été levés en 2002, contre 37,3 en 2001, après un plus haut histo-

(1) « Le baromètre européen du capital risque », Venture One/Ernst & Young.

(2) Source AFIC (Association française des investisseurs en capital).

rique de 107 milliards d'euros en 2000 (3). Qui plus est, les souscripteurs financiers ont obtenu que la taille de certains fonds soit réduite et que leur soient remboursés par anticipation 5,3 milliards d'euros l'an dernier. Parallèlement le nombre des équipes de gestion américaines en capital risque est revenu à son niveau de 1995 (179 sociétés de gestion, après un pic de 631 équipes en 2000 (4)).

Cette crise du capital risque et, par ricochet, du financement des jeunes pousses technologiques, fait directement suite à la chute des marchés financiers. Les bourses mondiales se sont effondrées, d'abord dans le domaine technologique avec l'explosion de la « bulle » Internet, puis de façon généralisée, en écho à la perte de confiance des investisseurs (affaires Enron, Worldcom...) et aux incertitudes liées à l'environnement géopolitique (11 septembre, guerre en Irak...). Les conséquences de cette crise boursière sont aux moins de deux ordres :

- d'une part, toute rupture dans la chaîne que constitue le financement des entreprises innovantes a un impact majeur à tous les stades : la « fermeture » durable des marchés de croissance agit comme un bouchon qui bloque, en le privant d'un débouché important, l'ensemble du circuit de financement de l'innovation. Ceci d'autant que les cessions industrielles sont également restées limitées par la prudence financière des grands groupes ;

- d'autre part, la baisse des valeurs cotées a freiné les levés de fonds des sociétés de capital risque auprès de leurs souscripteurs habituels : les investisseurs institutionnels, notamment les assureurs, ont diminué leur allocation dans le non coté, car elle se trouvait mécaniquement surpondérée dans leur actif par la baisse de valeur de leur portefeuille coté ; parallèlement, aux Etats-Unis, les personnes privées fortunées se sont retirées du non coté pour financer leurs pertes sur les marchés boursiers. Ainsi les levées de fonds des sociétés de gestion expérimentées ont souvent été inférieures aux attentes, tandis qu'elles sont restées sans suite pour la plupart des équipes nouvelles. Le financement de la création d'entreprises a probablement le plus souffert de cette crise. La

plupart des quelques *business angels* apparus pendant la bulle Internet ont disparu depuis. Les fonds de capital risque dédiés à l'amorçage ont également subi ces conditions de marché difficiles. Les moyens financiers dont disposent les acteurs de ce segment de marché particulièrement risqué restent limités et il leur est difficile de financer seuls les sociétés de leur portefeuille sur une longue durée.

Ces financements sont pourtant indispensables pour l'innovation et l'économie, d'autant qu'ils créent le flux d'affaires de demain pour les fonds de capital risque classiques.

Le retournement du marché fut particulièrement sévère dans les technologies de l'information et de la communication (TIC), en tout cas plus que dans la microélectronique ou les sciences de la vie. Faisant suite à une période de surinvestissement marqué en logiciels, services informatiques et équipements de télécommunications, les grands groupes ont drastiquement réduit leurs commandes dans ces domaines. C'est tout particulièrement le cas des opérateurs de télécommunications, grevés par un surendettement dû à des prévisions de croissance exagérées et à l'avidité de certains Etats pour l'attribution des fréquences UMTS.

La crise du financement des PME technologiques peut donc être résumée ainsi : les sociétés de capital risque peinent à lever auprès de leurs souscripteurs les fonds qu'ils investissent dans des PME ; l'absence de sorties potentielles boursières ou industrielles a très clairement verrouillé la chaîne de financement ; enfin, pour les PME des domaines des TIC, une chute des ventes et du chiffre d'affaires a coïncidé avec la chute des financements disponibles.

## Le rôle des investisseurs publics

Après avoir engagé, il y a six ans, une politique visant à développer le marché du capital risque, les pouvoirs publics ont maintenu leurs investissements à un niveau élevé pendant la crise, alors que

**Les pouvoirs publics ont maintenu leurs investissements à un niveau élevé pendant la crise, alors que les investissements privés s'effondraient**

les investissements privés s'effondraient. En particulier CDC PME, filiale à 100 % de la Caisse des dépôts, a investi depuis 1998 dans une quarantaine de fonds d'amorçage et de capital risque avec la volonté et l'objectif d'y entraîner les autres investisseurs. Les souscriptions privées représentent ainsi 30 % au moins des capitaux levés dans les fonds d'amorçage, et plus de 50 %

pour les fonds de capital risque classiques. Cette action vise à structurer progressivement ce marché,

conforter les sociétés de gestion performantes et accroître dans le temps la masse des capitaux disponibles. Depuis le début de la crise des marchés financiers, CDC PME a poursuivi cette politique volontariste d'investissement dans les fonds gérés par les équipes qui ont su limiter les investissements hasardeux et se concentrer sur les entreprises innovantes présentant un réel potentiel de développement.

A titre d'exemple, CDC PME est promoteur de 16 fonds de capital risque d'amorçage, aux côtés d'organismes de recherche et d'autres grands investisseurs du marché. Le plus récent est le fonds Emertec Energie Environnement, créé cette année avec l'Institut français du pétrole (IFP), le Commissariat à l'énergie atomique (CEA) et le groupe Banques populaires. Dans ce contexte de crise, ces fonds ont joué un rôle contra-cyclique et conservé une approche de long terme. Forts de 200 millions d'euros de capitaux sous gestion, mobilisant 34 professionnels, ils font face depuis trois ans à de très sérieuses difficultés de refinancement des entreprises en portefeuille. Ils ont néanmoins financé 41 nouvelles jeunes entreprises technologiques en 2002, portant à plus d'une centaine le nombre de leurs lignes (5). Ils l'ont fait en maintenant le professionnalisme et la sélectivité qui les caractérisent, conformément à leur mission qui est de contribuer au développement qualitatif et

(3) Source Thomson Financial Venture Economics/NVCA (National Venture Capital Association - Etats-Unis).

(4) id.

(5) Le Capital amorçage - Etude 2003, publiée par CDC PME.

quantitatif du marché du capital risque dont ils sont désormais des acteurs reconnus, et pour certains significatifs : en 2002, les gestionnaires de fonds d'amorçage I-Source Gestion et Emertec Gestion se classaient en montants investis parmi les 30 principaux intervenants du capital risque français (6). Ainsi, les financements en amorçage / premier tour représentent un tiers des montants investis en capital risque sur le 1<sup>er</sup> trimestre 2003, contre seulement un quart dans le reste de l'Europe (7). L'Etat, le Fonds européen d'investissement (FEI) et la CDC ont par ailleurs souhaité atténuer les effets conjoncturels de cette crise sur les refinancements. Le Fonds de co-investissement pour les jeunes entreprises a été créé en 2001 et doté de 90 M€ pour intervenir, sur demande des sociétés de capital risque, dans les refinancements des jeunes entreprises innovantes. Il est devenu le quatrième investisseur le plus actif en France durant le premier semestre 2003, aux côtés, essentiellement, de FCPI (8). Enfin, dans ce contexte difficile, le Fonds de promotion pour le capital-risque (FCPR) continue à jouer son rôle structurant en accompagnant les sociétés de gestion dans la difficile levée de leurs fonds. Il a contribué à la création de huit nouveaux fonds de capital risque depuis 2000. L'ensemble de ces actions auront permis de limiter l'impact de la crise actuelle.

## Un retour mais une évolution

Face à cette crise profonde du marché du capital-risque, les gestionnaires de fonds ont rapidement réagi pour tenter de préserver leurs investissements. Depuis deux ans et demi, ils ont dû revoir les modèles d'affaires des sociétés de leur portefeuille afin de les adapter au nouveau contexte, et assurer les tours de refinancement nécessaires à leur survie. Ils se sont concentrés très majoritairement sur le renforcement des participations existantes, plutôt que sur de nouveaux projets. Les conditions de

financement initial des entreprises technologiques se sont donc profondément durcies. Néanmoins, on peut considérer que les critères utilisés par les capitaux-risqueurs pour sélectionner leurs investissements sont revenus à des principes de base du métier, après avoir été provisoirement relâchés pendant la courte période de la bulle Internet :

- des dirigeants et fondateurs motivés et compétents dans leur filière, une gestion saine, des fonds propres au niveau des investissements nécessaires et un développement stratégique de la société orienté vers le marché et ses clients ;
- des sociétés à fort potentiel de croissance (et de rentabilité) uniquement ;
- une technologie discriminante : une barrière technologique significative - via la propriété intellectuelle, par exemple - sécurise le potentiel de croissance de la société et son positionnement concurrentiel.

En revanche, certaines pratiques ont évolué en réaction à la crise. Les investisseurs sont probablement beaucoup plus sélectifs : ils privilégient en particulier des équipes mieux constituées, plus expérimentées et connaissant déjà le domaine commercial de l'entreprise. Les financements sont désormais prévus, la plupart du temps, pour l'amener à l'équilibre (sauf secteurs particuliers comme les biotechnologies) et sont découpés en « tranches » correspondant à des étapes importantes de la vie de l'entreprise. On constate, enfin, la multiplication des clauses juridiques d'origine anglosaxonne qui évincent les investisseurs incapables de suivre les tours successifs et peuvent pénaliser fortement les fondateurs en cas de non-respect des objectifs.

## Vers un marché mature

Quelques signaux positifs sont apparus depuis le début de l'année 2003 : les investissements informatiques reprennent peu à peu, les marchés boursiers

semblent se stabiliser et les acteurs du capital risque reprennent un rythme d'investissement plus soutenu. Ces signaux doivent être considérés avec prudence, mais sont encourageants. De manière générale, l'action des pouvoirs publics sur la période 1997-2003 a visé à créer un secteur concurrentiel du capital-risque et a, en large part, réussi. Il existe aujourd'hui une chaîne complète et consistante du financement de l'innovation et les montants investis en France par le capital-risque sont passés d'environ un milliard de francs à un milliard d'Euros entre 1997 et 2000 (9). Si, comme on l'a vu, ils sont revenus à près de 500 M€ en 2002, les investissements contra-cycliques publics (Etat, CDC, FEI...) ont limité les effets destructeurs de la crise des marchés financiers. Tout cela n'est cependant pas suffisant pour nous mettre au niveau de nos partenaires économiques les plus avancés, Etats-Unis, Grande-Bretagne, mais aussi Canada ou Israël, par exemple. Cette chaîne de financement doit encore s'améliorer sur plusieurs

points importants pour être à la mesure du potentiel français de création et de développement de nouvelles entreprises. Il convient, en premier lieu, de ne pas négliger l'environnement du capital-risque et les autres leviers de la création de PME technologiques.

Il faut encourager l'évolution de la fiscalité, tant pour les investisseurs que pour les jeunes PME elles-mêmes, afin qu'elle devienne plus attractive. L'allocation par les pouvoirs publics d'aides subventionnelles à la R&D des jeunes entreprises innovantes, notamment les avances remboursables de l'Anvar, est également essentielle pour financer leur création et leur développement : le financement par fonds propres et ces financements subventionnels sont

(6) Capital Finances, Hors série Juillet 2003 : « Capital-investissement – 2002 : l'exception française ».

(7) « Le baromètre européen du Capital Risque – Analyse 1er trimestre 2003 », Venture One / Ernst & Young.

(8) Indicateur Chausson Finance, 1er semestre 2003.

(9) Source Afic.

complémentaires, et tous deux indispensables. Il est souhaitable que le niveau de ces aides rejoigne celui de nos partenaires économiques, sur le modèle, par exemple, du programme SBIR américain qui finance largement les dépenses de R&D des PME. Or, la plupart des aides françaises sont encore limitées par l'existence de conditions sur les fonds propres, difficiles voire impossibles à réunir pour beaucoup de jeunes PME.

Il est ensuite nécessaire d'orienter, beaucoup plus qu'aujourd'hui, la commande publique en faveur des jeunes sociétés technologiques innovantes. Elle représente approximativement 720 milliards d'Euros par an en Europe (dont environ 20 % dans l'innovation) mais va, aujourd'hui, trop exclusivement aux grandes entreprises. Il serait souhaitable qu'un pourcentage croissant de ce volume d'affaires soit réservé à des PME. La commande publique peut et doit jouer ainsi un rôle de catalyseur dans le lancement de produits ou de services innovants, en permettant à des PME d'améliorer leur positionnement sur le marché et de renforcer, par le chiffre d'affaires généré, leur crédibilité auprès des investisseurs en capital. Enfin, le renforcement des dispositifs d'accompagnement initiaux est essentiel. Les financements publics nationaux et régionaux doivent pérenniser des structures d'incubation qui apportent un soutien utile aux porteurs de projet. Plus en amont, le transfert des technologies depuis les organismes publics de recherche vers de jeunes PME connaissent encore de nombreux freins qu'il faut lever en professionnalisant davantage les structures de valorisation de ces organismes. Parallèlement, il serait utile que les grands groupes privés valorisent davantage, eux aussi, les résultats de leur R&D à travers la création de PME, par une pratique plus courante de l'essaimage.

## Structurer la chaîne du financement

A titre de comparaison, la Grande-Bretagne consacre 0,8 % de son PIB au capital investissement contre 0,2 % pour la France. Les données nord-américaines sont analogues, et le même écart s'observe pour les investissements

dans les entreprises cotées de petite et moyenne capitalisation. Or, l'efficacité du marché du financement en fonds propres dans les entreprises dépend de son volume, et celui-ci découle de sa capacité de mobilisation de l'investissement privé. En effet, il doit garder, au delà des actions des pouvoirs publics, une place prépondérante dans les fonds de capital risque :

le capital investissement reste une activité de marché et il ne peut y avoir de financement parallèle, intégralement public, des sociétés innovantes. Du point de vue des politiques publiques d'ailleurs, la rentabilité recherchée par les souscripteurs privés impose une sélectivité aiguë des investisseurs en capital-risque qui est sans doute bénéfique, car elle permet d'orienter les fonds disponibles vers les entreprises les plus prometteuses, et donc celles qui créeront durablement innovations et emplois.

Ces capitaux privés peuvent provenir principalement d'établissements financiers, d'industriels, directement de particuliers ou de la gestion désintermédiée de l'épargne des ménages :

- les accords de Bâle II vont renforcer les contraintes de solvabilité qui pèsent sur les établissements financiers – banques ou assureurs – concernant l'investissement de leurs fonds propres dans le non coté. Ils vont donc fortement réduire

leurs allocations dans les années à venir. Or ils ont représenté près de la moitié (47,7 % (10)) des sommes

levées par le capital investissement, en 2002, en France. Il convient donc de trouver des ressources alternatives ;

- au fil des cycles économiques et de l'évolution des modes financiers, les industriels (13 % des fonds levés en 2002) se recentrent régulièrement sur leur cœur de métier, avec des objectifs forts de désendettement, et mettent en sommeil leurs activités d'investissement stratégique dans de jeunes PME à travers les fonds dits « *corporate* ». Il s'agit donc d'une source de capitaux fluctuante ;

**La Grande-Bretagne consacre 0,8 % de son PIB au capital investissement contre 0,2 % pour la France. Les données nord-américaines sont analogues**

**La mise à niveau du capital risque en France passe par son adossement aux placements à long terme, qui drainent ou draineront la grande masse de l'épargne des ménages**

- la mobilisation de l'épargne des particuliers en faveur du capital investissement a sensiblement progressé en France depuis 1997 avec la création de véhicules présentant des avantages fiscaux tels que les FCPI, et bientôt les FIP (Fonds d'investissement de proximité)

ou les Suir (Société unipersonnelle d'investissement à risque) dédiées aux investissements directs des « *business angels* ». Mais elle reste inévitablement limitée car ces outils sont ciblés sur les segments les plus risqués du marché (capital-risque et capital investissement régional) et ne s'adressent qu'aux particuliers dont les revenus ou le patrimoine justifient l'intérêt des avantages fiscaux associés.

La disponibilité de ressources stables et suffisantes pour financer les entreprises nécessite donc une mobilisation de l'épargne des ménages, via les gestionnaires de produits de placement. Le capital investissement reste un investissement de long terme ; les sorties au bout de deux ans que l'on a connues entre 1998 et 2000 resteront l'exception. Il doit donc attirer en priorité les placements dont la maturité est similaire. En France, l'assurance-vie, les plans d'épargne entreprise ou les futurs fonds individuels de retraite sont des véhicules dont l'horizon de placement est bien adapté. Pourtant, les investisseurs institutionnels qui gèrent ces placements

mutualisés dédient moins de 0,5 % de leurs ressources au capital investissement ; certains, échaudés

pour s'être engagés sur ce segment pendant la période des années de croissance, se retirent d'ailleurs totalement avec le retournement du marché. A l'inverse, dans les pays anglo-saxons, les fonds de pension consacrent près de 5 % au capital investissement: même en temps de crise, leurs gestionnaires, qui ont connu plusieurs hauts et bas de cycles, conservent une allocation équilibrée et

(10) Source EVCA, European Private Equity & Venture Capital Association.

durable en non coté dans leur portefeuille.

La mise à niveau du capital risque en

France passe par son adossement aux placements à long terme précités, qui drainent ou draine-

ront la grande masse de l'épargne des ménages. Les gestionnaires de cette épargne devront améliorer leurs allocations sur le non coté, mais d'ailleurs aussi sur les segment des valeurs de croissance cotées pour créer un marché de débouchés volumineux. L'optimisation de leur stratégie et de leur organisation en la matière est probablement l'un des chantiers à venir, qui devrait privilégier une approche de fond afin de mutualiser les risques.

## Les grands groupes de demain

Les efforts publics se sont concentrés depuis plusieurs années sur le financement amont des entreprises, là où le besoin était le plus criant. Cette action reste nécessaire, mais il n'est pas souhaitable de multiplier le nombre de créations d'entreprises sans que les marchés soient en mesure de les absorber puis de les financer. Il est, en effet,

fondamental d'être sélectif afin de ne pas donner de faux espoirs qui risqueraient d'avoir un effet démobilisateur

non seulement auprès des entrepreneurs mais également des investisseurs. *A contrario*, nous devons avoir la volonté de faire émerger des entreprises technologiques françaises de stature internationale, dont l'effet d'exemplarité sera majeur.

En effet, s'il existe aujourd'hui une offre de financement amont pour les entreprises à fort potentiel, on constate un déficit d'acteurs susceptibles de financer en capital les développements avals de ces entreprises devenues moyennes (dépassant quelques centaines de millions d'euros de chiffre d'affaires). Les marchés de croissance, même dans une situation conjoncturelle qui serait plus favorable, ne peuvent apporter à eux seuls ces res-

sources. Ce déficit de financement peut être un facteur d'expatriation ou d'échec des entreprises les plus prometteuses. Cet état de fait s'explique, en premier lieu, par le petit nombre de fonds technologiques de grosse taille

pour financer des montants importants. Par ailleurs, le marché français est probablement trop étroit pour que d'importantes opérations de capital-développement soient menées sur notre seul territoire ; le bon niveau se situe probablement au niveau européen. Il convient donc de continuer d'accompagner la maturation du marché du capital risque pour conforter, dans la durée, l'action de sociétés de gestion expérimentées et disposant de fonds de taille critique.

Ainsi, s'il est clair que, sans une reprise tangible, la situation du financement de l'innovation restera difficile, c'est à long terme et par le développement d'un marché consistant et efficient que ce financement peut être amélioré. Le développement de grandes sociétés technologiques comme celui de sociétés

de capital risque expérimentées et reconnues prend du temps. Il exige surtout que tous les maillons de la chaîne du financement et de l'accompagnement du développement des entreprises technologiques innovantes fonctionnent : valorisation de la recherche, financements publics subventionnels, amorçage, capital risque et marchés financiers. ●