

CAPITAL RISQUE EN PANNE DE FONDS

Le gouvernement a fait des PME une de ses priorités. Deux dispositifs phares sont en voie de finalisation : l'un, fiscal, concerne les jeunes entreprises de croissance, l'autre, France Investissement, cherche à améliorer le financement par capitaux des PME non cotées.

Le 5 janvier 2006, lors de la présentation de ses vœux aux forces vives, le président de la République a annoncé la levée de fonds destinés aux PME : "Je souhaite que 2 milliards d'euros soient levés, dès cette année, sur les marchés financiers, avec une garantie de l'État. Ces sommes seront investies dans le capital des PME les plus dynamiques, aux côtés de financements privés", a-t-il déclaré. Un temps nommée "France Gazelles", la structure destinée à gérer ces fonds a finalement été baptisée "France Investissement". Les premiers détails sur cette structure, diffusés au début du mois d'octobre 2006, ont provoqué quelques remous dans la communauté des assureurs, directement interpellés : "France Investissement sera un bon outil pour aider les assureurs à investir dans les PME

non cotées. Hormis les grandes compagnies, le secteur de l'assurance ne dispose pas des instruments permettant de satisfaire à l'engagement politique pris il y a deux ans. France Investissement est le vecteur qui leur manquait", déclarait Renaud Dutreil, ministre des PME [1].

GOUVERNEMENT : "LES ASSUREURS PEUVENT MIEUX FAIRE"

Les assureurs, de leur côté, considèrent avoir respecté les termes de l'accord conclu en septembre 2004 avec Nicolas Sarkozy, alors ministre de l'Économie. Les membres de la Fédération française des sociétés d'assurance (FFSA) s'étaient engagés à augmenter de 6 milliards d'euros en volume (et à 2 % en proportion) le montant de leurs investissements dans le non coté, à fin 2007 (tableau).

Au total, au 30 juin 2006, 15,7 milliards d'euros ont été consacrés à des investissements non coté, ce qui représente 1,3 % des actifs gérés (tableau ci-dessous). Une progression trop faible au goût du chef de l'État, qui a fustigé la profession au mois de mars 2006 [2].

"La stabilité dans l'évolution des investissements s'explique par le niveau exceptionnellement élevé, et non anticipé, des remboursements intervenus au cours du deuxième trimestre 2006. C'est une très bonne chose, le remboursement étant le moteur du réinvestissement : il montre que les investissements sont rentables, et que l'investissement a de l'intérêt. Nos équipes sont actuellement en phase de choix pour réinjecter ces sommes. Ce sera, en revanche, un facteur de croissance des investissements en private equity en 2007", analyse Philippe Trainar, l'ancien directeur des Affaires économiques de la FFSA.

La FFSA se félicite également d'avoir dépassé l'objectif initial de 6 milliards d'euros, avec des investissements bruts supplémentaires proches des 7 milliards par rapport à fin décembre 2003. La seconde partie de l'engagement, qui portait sur la part du non coté dans les actifs gérés (2 %), ne sera pas réalisée en 2007.

De manière plus générale, la part des assureurs dans le

Les investissements dans le non coté

En milliards d'euros

	Investissements dans le non coté	Dont engagements non encore appelés	Total	% du total des actifs gérés
31.12.2004	8,7	1,9	10,6	0,8
31.12.2005	0,8	3,5	14,3	1,2
30.06.2006	11,2	4,5	15,7	1,3

Source : FFSA



capital investissement reste modeste. Sur les 3,5 milliards d'euros levés au cours du premier semestre 2006 (source: AFIC), seuls 15 % soit 517 millions d'euros étaient détenus par les assureurs. Le chiffre n'inclut pas les investissements dans des fonds étrangers ou des fonds de fonds.

Certaines sources précisent que l'accord passé avec le gouvernement n'astreint pas les assureurs à investir dans des entreprises françaises, lesquels préféreraient "exporter" leurs fonds, invoquant un manque de rentabilité: les PME françaises seraient trop petites, le contexte fiscal et réglementaire peu propice aux affaires. La France ne s'est-elle pas classée 35^e, dans le dernier rapport de la Banque mondiale sur le climat des affaires [3]?

Ils ne sont pas les seuls à se montrer prudents. Les investisseurs privés font preuve d'une certaine réserve à investir sur les tranches les plus risquées: "L'amorçage, en France, est tellement risqué, que je ne vois pas des capitaux privés s'y intéresser, à part, bien sûr le Venture Capital dans les très hautes technologies. Aux États-Unis, et dans d'autres pays, le contexte est différent. Le taux de natalité des entreprises est important en France, mais le taux de mortalité y est l'un des plus importants d'Europe", explique Dominique Nouvellet, PDG de SIPAREX.

"TENDRE LA MAIN" AUX INVESTISSEURS [4]

Comment, dans ce contexte, attirer des fonds privés dans une structure destinée à investir dans des PME risquées, en leur laissant suffisamment d'assurance, quant à leur pouvoir de décision, et d'espoir, quant à la rentabilité du projet? C'est la question à laquelle les pouvoirs publics et la CDC, tête de pont de France Investissement, tentent de répondre, avec semble-t-il quelques difficultés à évacuer les interrogations des investisseurs privés.

En tout premier lieu, une certaine ambiguïté plane quant au mode de gouvernance de la future structure: "France Investissement n'est pas une machine d'État. Ce sont les acteurs privés qui géreront ces fonds de fonds, la gouvernance de l'ensemble étant assurée par un conseil d'orientation", déclarait Renaud Dutreil le 2 octobre dernier. Lequel a précisé le dispositif devant les membres de l'AFIC, le même jour: "Dans les systèmes américain, britannique et israélien, le niveau du fonds de fonds est géré par les seuls pouvoirs publics. Dans ces pays, 100 % de l'argent investi par les fonds de fonds est public. En créant des fonds de fonds pilotés par les partenaires privés (branche 2), aux côtés du fonds de fonds piloté par la CDC (branche 1), France Investissement invente donc un système nouveau de partenariat public-privé, à même de concilier l'efficacité économique et le respect de l'intérêt général."

Le problème majeur se situe bien là: à l'étranger, les risques sont assumés à 100 % par les pouvoirs publics. L'innovation voulue par le gouvernement français ne remporte pas l'adhésion des investisseurs privés. Pour

TRANCHES JUNIOR

Oséo renforce son dispositif

■ L'annonce de la réorganisation d'Oséo, le 17 octobre dernier, a été l'occasion pour Jean-Pierre Denis, PDG d'Oséo, de rappeler les grandes orientations de l'établissement: "Oséo s'est fixé deux missions, qui sont l'amélioration de la couverture des besoins de financement des PME, et de leur accès aux dispositifs publics auxquels ils ont droit". Et de citer un certain nombre de priorités, au nombre desquelles: ■ un programme destiné à porter le nombre de prêts à la création d'entreprise à 30 000 en 2007. Une dotation complémentaire de 58 millions d'euros a été annoncée par le ministère de l'Économie et des

Finances au cours du mois de juin 2006.

■ un soutien au développement des pôles de compétitivité. 40 % des financements seront accordés à des entreprises membres des pôles de compétitivité en 2006.

■ l'amélioration de l'offre disponible en matière de garantie de financement par les fonds propres. Oséo est un acteur incontournable du marché du capital investissement pour les entreprises de moins de 7 ans, en garantissant 50 % des investissements. Oséo et CDC Entreprises souhaitent développer l'activité du véhicule Avenir Entreprises (détenu à 51 % par la CDC).

les sociétés d'assurance, il n'est pas question de mélanger les deniers publics et privés: "La profession ne souhaite pas mélanger les intérêts privés et publics au sein d'une seule et même société destinée à investir dans le capital risque et le capital développement, et qui viendrait directement concurrencer les activités de private equity des institutionnels. En outre, une réponse optimale à la problématique du financement des PME ne réside pas tant dans l'injection de capitaux supplémentaires sur le marché, que dans la prise en charge des risques extrêmes liés à ce type d'investissement", relève Philippe Trainar.

Au demeurant les sociétés de capital risque elles-mêmes, bien que reprochant fréquemment aux grands investisseurs leur faible présence dans le non coté, ne cachent pas leurs doutes quant à l'attractivité d'une structure qui ne proposerait pas des conditions d'investissement adaptées au marché français. "C'est une très bonne mesure pour la professions, et pour l'économie en général, à condition que ce soit géré très professionnellement. Je ne connais pas, à l'heure actuelle, la répartition des rôles entre public et privé, mais il faut au minimum que les investisseurs privés disposent d'un poids important. C'est indispensable, pour limiter au maximum le risque d'échec financier. Le comble serait que les fonds levés soient investis dans des opérations dégageant une trop faible rentabilité. Si cela devait se produire, les grands investisseurs institutionnels, qui sont déjà réservés quant à l'intérêt réel d'investir dans les PME, ne voudront plus en entendre parler. Il ne faut surtout pas d'échec, car les conséquences en seraient durables. Au contraire, il faut que le dispositif dégage une rentabilité élevée, gage de sa pérennité", analyse Dominique Nouvellet. Le gouvernement cherche des relais supplémentaires au sein du secteur privé pour boucler son projet, et semble, depuis les premières annonces, avoir revu à la baisse le périmètre du partenariat public-privé. Les parties prenantes se refusent à donner des précisions ou avouent leur manque de visibilité. Certains disent même

[1] Interview accordée au quotidien Les Échos le 2 octobre 2006.

[2] Les Échos, 3 mars 2006.

[3] Rapport "Doing Business 2007", Banque mondiale.

[4] Thierry Breton, propos cités par Les Échos, le 5 avril 2006.

[5] "Levée de fonds et investissements en France: d'où vient l'argent?", Barclays Private Equity France, Triago, mars 2004

[6] Les Échos, 3 mars 2004.



INTERVIEW

LES MOYENS VONT ÊTRE DOUBLÉS



Jérôme Gallot

Président du
Directoire
CDC
Entreprises

■ Quel montant supplémentaire CDC Entreprises prévoit-elle d'allouer au titre de France Investissement ?

CDC Entreprises investit en effet actuellement 150 millions d'euros par an dans le cadre du programme PME Innovation de la CDC. Ces moyens vont être doublés dans le cadre du nouveau dispositif pour atteindre 300 millions d'euros.

■ France Investissement sera-t-elle une entité juridique indépendante ? Quel sera le niveau de participation de la Caisse des Dépôts ?

France Investissement est le nom donné au dispositif d'ensemble. Ce ne sera pas une entité juridique. CDC Entreprises, société de gestion agréée par l'AMF et filiale de la CDC sera en charge de la gestion de l'ensemble des montants apportés par la CDC, et donc au cœur de l'ensemble du dispositif.

Ces investissements seront ciblés soit vers des fonds, soit vers des entreprises, en co-investissement, ou encore vers des fonds de fonds ciblant le secteur d'intervention de France Investissement, aux côtés de partenaires privés.

L'ensemble de ces investissements seront sélectionnés et négociés par les équipes de CDC Entreprises selon les méthodes et critères professionnels usuels du secteur (qualité des équipes, perspectives de rentabilité et de liquidité, crédibilité des plans d'affaire...) et aux conditions du marché.

■ Quels sont les partenaires privés partenaires de cette structure ? À quelle hauteur prévoient-ils d'apporter leur concours ?

Les partenaires privés seront les gestionnaires d'actifs de la place qui accepteront de lever des fonds de fonds ciblés sur le capital-risque et le capital-développement. CDC Entreprises examinera ces projets de fonds de fonds et pourra y investir, tout en restant minoritaire.

FOCUS

CDC Entreprises en chiffres au 31 août 2006

■ CDC Entreprises bénéficie d'une dotation annuelle de l'État de **150 millions d'euros** au titre de ses missions d'intérêt général. Elle assure les missions d'intérêt général du groupe en matière d'amorçage, capital-risque, capital développement régional et technologique, et petits LBO.

■ Depuis sa création en 1998, CDC Entreprises a investi, au titre du Programme

PME Innovation de la Caisse des Dépôts, **1,4 milliard d'euros**, dont 963 millions pour compte propre, dans 262 véhicules d'investissement.

■ CDC Entreprises gère aujourd'hui **1,2 milliard d'euros**, dont 750 millions pour compte propre et 450 millions pour compte de tiers, dont 221,5 millions pour l'État et 195,7 millions pour le FEI/BEI.

●●● ne pas avoir d'autres informations que celles publiées dans la presse, ce qui peut laisser soupçonner une absence de concertation préalable, malgré les "roadshows" que le gouvernement affirme avoir menés auprès des investisseurs institutionnels. Des soupçons étayés par le décalage, semaine après semaine, d'une annonce prévue à l'origine pour l'été 2006. Néanmoins, deux grands réseaux bancaires pourraient, selon nos informations, signer un accord de principe dans les jours à venir. Une annonce officielle est prévue pour le 9 novembre.

PATRIOTISME ÉCONOMIQUE ET RENTABILITÉ : LA QUADRATURE DU CERCLE ?

Les difficultés que rencontrent les pouvoirs publics à récolter des fonds n'illustrent que trop bien le parcours du combattant de toute PME en mal de financement. La vérité des chiffres n'en est que plus crue : les 2 milliards d'euros de fonds supplémentaires n'ont pas encore été levés, et ne le seront certainement pas en 2006. La CDC a annoncé l'affectation de 150 millions d'euros supplémentaires au programme PME Innovation de CDC Entreprises (la branche "publique" de France Investissement), qui bénéficie déjà d'une dotation annuelle de 150 millions d'euros (encadré).

Oséo s'est, pour sa part, déclaré prêt à intégrer le nouveau dispositif. L'amélioration de l'offre de garantie pour le financement par les fonds propres faisant partie de ses priorités 2007 (encadré), il considère être en mesure d'améliorer la capacité de financement des PME. Une implication d'Oséo dans France Investissement aurait du sens : Oséo dispose d'un maillage territorial qui lui permettrait d'assurer le *deal flow* du dispositif. En outre, son statut de partenaire privilégié des PME, son expertise dans le financement de l'innovation et plus largement de l'immatériel, lui ont permis de développer des outils innovants et surtout rentables. "Ils couvrent de mieux en mieux la gamme des financements pour les PME, et savent tarifier des produits de façon à dégager de la marge", commente un banquier.

La prudence qui caractérise les investisseurs français à l'égard du non coté français ne semble pas être de mise chez leurs concurrents étrangers. Dans une étude publiée en mars 2004 [5], les montants investis par des gestionnaires d'actifs étrangers représentaient 65 % des 29,5 milliards d'euros investis dans les sociétés non cotées françaises entre 1999 et 2003. Un phénomène que Gonzague de Bagnières, de Barclays Private Equity, associait à un problème culturel. Selon lui, les gestionnaires d'actifs français percevaient le non coté seulement comme une classe d'actifs trop risquée [6].

Les derniers chiffres présentés par l'AFIC font état d'une amélioration : 60 % des fonds levés sur le 1^{er} semestre 2006 sont d'origine française (contre près de 50 % en 2005), mais l'état de fait demeure. Le responsable d'un fonds de *private equity* évalue ainsi à 90 % la part des capitaux étrangers présents dans son fonds : "Les assureurs français n'appliquent pas les mêmes taux d'allocation que leurs homologues, ce qui devrait, à terme, leur poser un problème de compétitivité. C'est un calcul erroné sur le long terme".

Pour les PME, faire preuve de patriotisme économique, en restant sur le territoire français, n'implique-t-il pas qu'elles doivent aller chercher leurs fonds à l'étranger ? ■

Enquête réalisée par Annick Masounave